

1 Oct. 2026

대세는 데이터센터



박영도 건설·부동산 | ypark@daolfn.com
김혜영 AI·인터넷·게임·레저 | hyyy@daolfn.com
김진영 연구원 | jinyeong.kim@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

CONTENTS

3	I. Summary & Focus Chart
9	II. 필수재가 되어버린 AI
	II-1. 급증하는 전세계 토큰 처리량
	II-2. 엔터프라이즈 AI 침투율 상승
	II-3. 수요의 기반 ①: Agentic AI
	II-4. 수요의 기반 ②: Sovereign AI
16	III. 수요 감소에 대한 우려
	III-1. 1990년대 닷컴 버블의 트라우마
	III-2. 캐시카우가 주는 여유
	III-3. 하드웨어/소프트웨어 효율화는 이미 진행 중
	III-4. 제본스의 역설
	III-5. GPU 입차 가격 상승은 진행 중
25	IV. 공격적인 공급 확대와 의구심들
	IV-1. 한국 기업들의 AI 데이터센터 진출 가속화
	IV-2. 점점 커지는 투자 금액
	IV-3. 무모하지는 않을 것: 반복되는 역사 속에서 배운 것들
	IV-4. 소결: 시간의 증명을 따라
34	V. 데이터센터의 건설
	V-1. 데이터센터 건설의 건설업 영향
	V-2. 단가 편차의 원인: Work Scope 및 입지 특성
	V-3. 데이터센터의 기술적 난이도
	V-4. 현장별 공정 진행과 매출 인식 시점
	V-5. 데이터센터 수주의 사별 민감도 수준
49	VI. 리소스의 제약
	VI-1. MEP 엔지니어
	VI-2. 조직적 대응
52	VII. 투자 전략 및 투자 의견
	VII-1. 수익성의 원천은 협상 우위
	VII-2. 물량 증가 속도가 공급 능력 확충 속도를 추월
	VII-3. 리스크 요인
	VII-4. 건설투자의견 Overweight
57	VIII. 종목별 투자의견
58	네이버(035420) _Top-Pick
65	삼성에스디에스(018260)
73	LG씨엔에스(064400)
81	GS건설(006360) _Top-Pick
85	삼성물산(028260)

I. Summary & Focus Chart

인터넷 및 SI 기업들의 AI 데이터센터 사업 진출을 긍정적으로 평가하며 매수를 추천한다.

전세계 토큰 처리량은 개인·기업·각국 정부들의 전방위적인 수요 증가로 폭증하고 있다. AI는 각 주체들에게 필수재가 되었고 Agentic AI와 Sovereign 수요까지 더해지고 있기 때문에 토큰을 처리하는 AI 데이터센터가 더욱더 필요해지고 있다.

이에 따라 기업들의 공급 확대가 이루어지고 있다. 고성능 GPU의 가격 상승과 함께 1GW 당 515억 달러(약 70조 원, 베라 루빈 및 미국 기준) 내외의 막대한 투자 금액이 필요하다. 자금을 조달하기 위해 유상증자와 회사채 발행이 빈번해지고, CapEx 투자로 FCF가 감소하며 투자자들의 불안감과 의구심 또한 사그라들지 않는 상황이다.

1990년대 후반~2000년대 초반 닷컴버블 당시에도 인터넷 트래픽 급증으로 인한 광케이블 매설이 공격적으로 진행되었다. 하지만 소프트웨어 기술의 발전으로 대역폭 가격 하락과 함께 재무 상황이 악화되고 파장이 커지며 연쇄적으로 파산했던 사례가 있기 때문이다.

그러나 손익계산서상으로 적자폭이 지속적으로 커지기만 했던 광케이블 매설 회사들과 지금의 네오클라우드 사업자들은 다르다. 대표적으로 코어위브와 네비어스는 영업손익이 BEP 수준이며 곧 흑자전환을 앞두고 있다. 국내 기업들도 실질적인 수요 기반의 투자를 계획하고 있기 때문에 안정적인 이익이 기대된다.

특히 과거의 실패를 답습하지 않기 위해 부채를 통한 단독 투자보다는 외부 투자를 받아들여 리스크를 관리하고 있다. 그럼에도 불구하고 시장에 잔존하는 의구심을 단번에 해소할 수는 없기 때문에 실적이 확인되며 주가가 상승할 수 있다고 판단한다. 빠르면 1Q27부터 AI 데이터센터 매출이 본격적으로 반영되는 NAVER를 Top-Pick으로 제시한다.

데이터센터 투자의 영향을 긍정적으로 판단하여 건설업종 매수를 추천한다.

데이터센터 구축비용 중 건설 공사 비용은 약 30%를 차지한다. 국내 데이터센터 발주 계획 10.4GW 기준으로, 연평균 9.7~17.4조원 규모의 발주가 나올 것으로 예상된다. 이는 2025년 건설수주의 4.7~8.5%, 기성의 6.8~12.1%에 해당하는 물량으로 매출 감소 구간에서 가뭄에 단비 같은 역할을 해줄 것으로 본다.

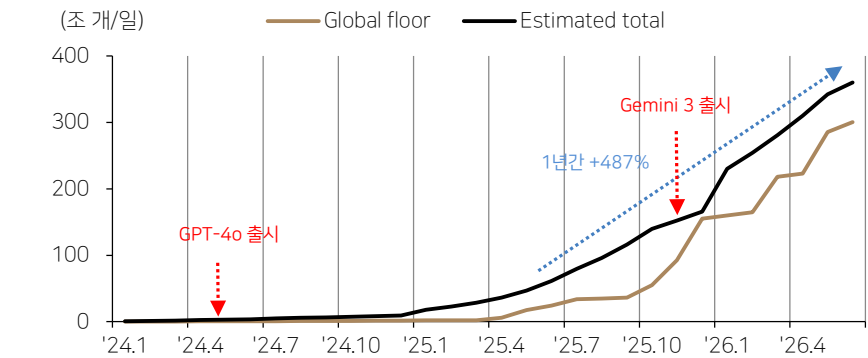
데이터센터는 건축으로 분류되지만 사업비의 50~60%가 MEP(Mechanical, Electrical & Plumbing)로 구성된다. 공기는 2~3년이 일반적으로, 매출은 골조 중심의 첫 해보다, MEP가 투입되는 중후반부 급격하게 증가하는 경향을 보인다.

B2B 사업인 만큼 정비사업 같은 정보 비대칭 우위는 없지만, 건설사가 협상력을 유지할 수 있을 것으로 판단되는 이유는 공급 능력의 제약에 있다. 기술적 역량, 신용도, 그리고 자본력을 갖춘 시공사는 현재 10여개로 압축되어 있고, 데이터센터 구축에 필수적인 고급 MEP 엔지니어는 단기 확충에 어려움이 있다. 공급능력을 확보한 건설사가 적정 수익성을 유지할 수 있는 환경이다.

전방산업 호황은 구조적으로 과잉공급을 부르고 이는 사이클 후반부에 손실로 돌아온다. 주택과 물류창고가 그러했고, 데이터센터에 대해서도 같은 우려가 존재한다. 하지만 지금은 시장 확대 극 초기라 아직 리스크를 반영하기는 이르다. 확인할 것은 발주처의 자금조달 능력이다. 사업의 빠른 진행을 위해서는 영업적, 재무적 신용도가 있는 발주처가 중요하다.

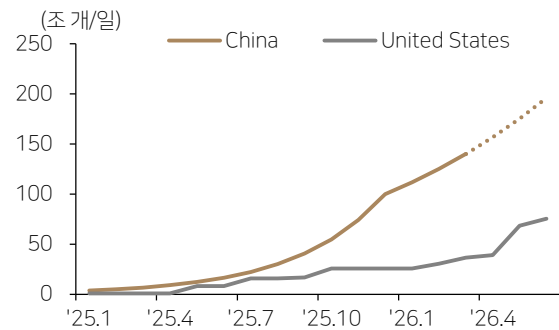
물량 확대는 정부의 의지와 발주처인 대기업의 재무여력으로, 수익성은 공급 제약에 기반한 협상력으로 뒷받침된다. 업종 Overweight를 유지, 수혜는 대형사 전반에 고르게 작용할 것이며, 그 중에서도 발주처와 직접 관련도가 높은 GS건설(GS 동해, LG그룹)과 삼성물산(삼성SDS, 글로벌 트랙레코드)을 관심종목으로 제시한다.

Focus Chart 1 전세계 일간 토큰 처리량



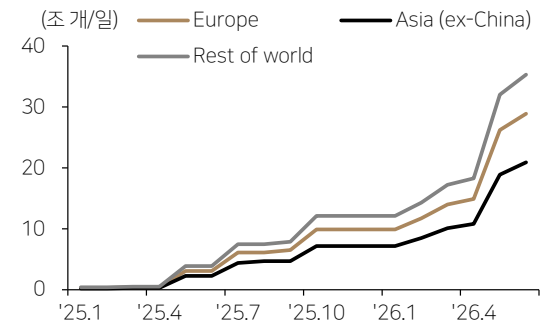
Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

Focus Chart 2 중국 및 미국 일간 토큰 처리량



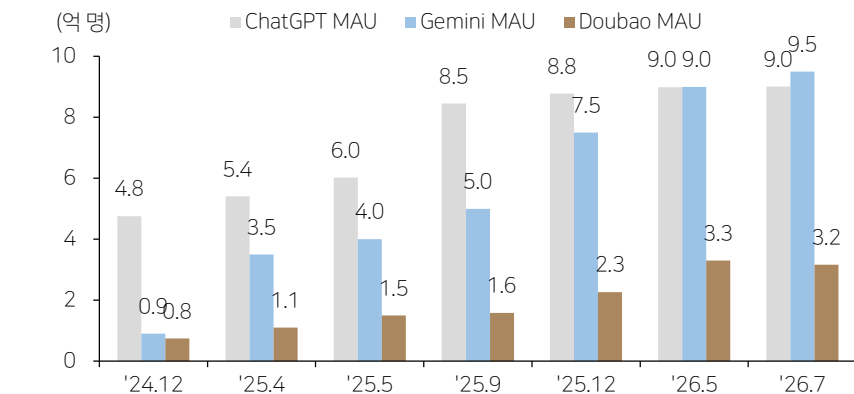
Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

Focus Chart 3 유럽, 아시아, 기타 권역 일간 토큰 처리량



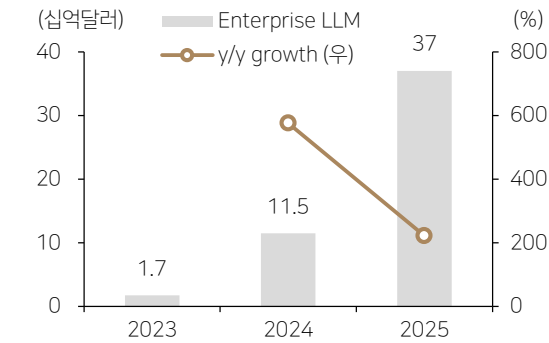
Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

Focus Chart 4 ChatGPT, Gemini, Doubao MAU 추이



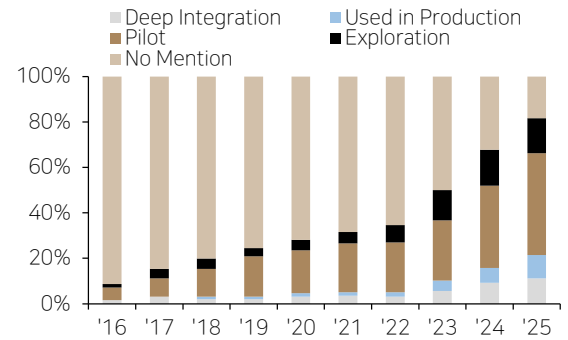
Source: FirstPageSage, Business of Apps, AICPB, 다올투자증권

Focus Chart 5 미국 Enterprise LLM 규모



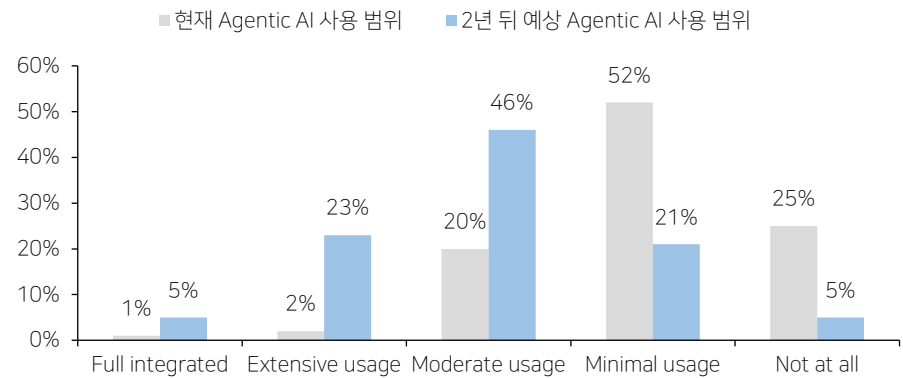
Source: Menlo Ventures, 다올투자증권

Focus Chart 6 미국 S&P 500 기업의 AI 채택 현황

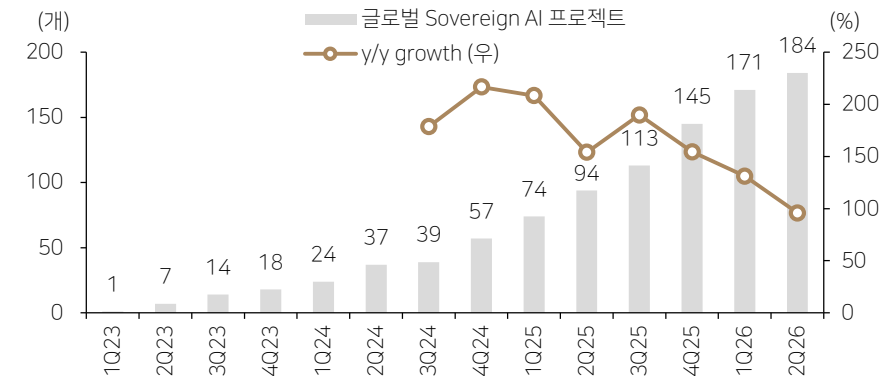


Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

Focus Chart 7 기업들의 Agentic AI 적용 현황과 전망 (2026년)

Note: n = 3,235. AI를 실제 도입하고 있는 기업의 의사결정권자를 대상
Source: Deloitte, 다올투자증권

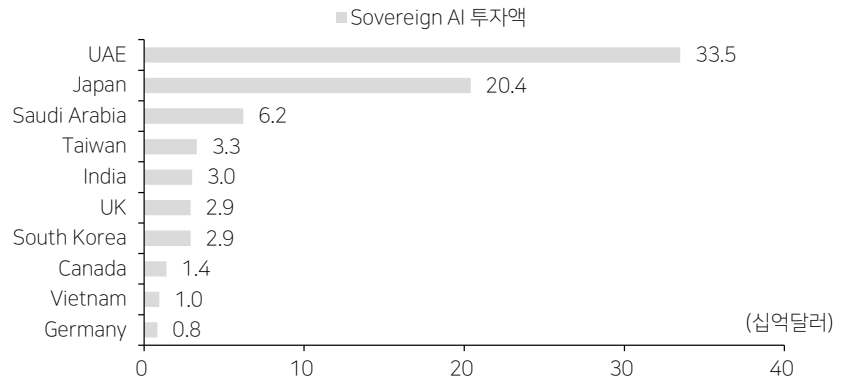
Focus Chart 8 글로벌 Sovereign AI 프로젝트



Note: 미국, 중국 제외

Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

Focus Chart 9 국가별 Sovereign AI 프로젝트 투자액 (2026년 6월 기준)

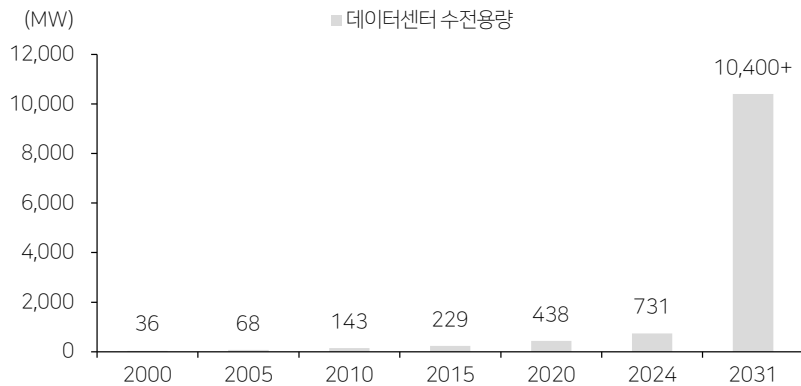


Note 1: 미국, 중국 제외

Note 2: 자금 조달이 확정되지 않은 단순 발표상의 투자 한도는 제외

Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

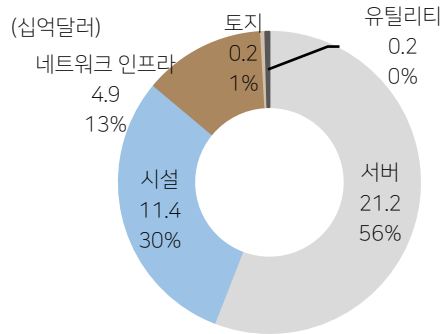
Focus Chart 10 한국 데이터센터 수전용량 추이



Note: 2031년 수치는 Fig 47 붉은색 글씨의 합산

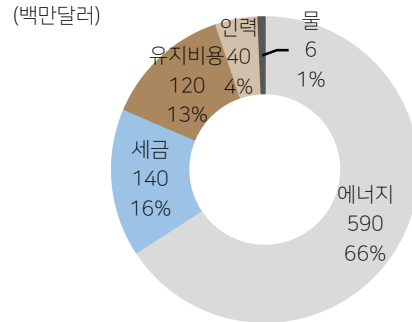
Source: 한국데이터센터연합회, 다올투자증권

Focus Chart 11 1GW 데이터센터 구축 비용 (GB 200)



Note: 미국 기준
Source: Epoch AI, 다올투자증권

Focus Chart 12 1GW 데이터센터 구축 비용 (Vera Rubin)



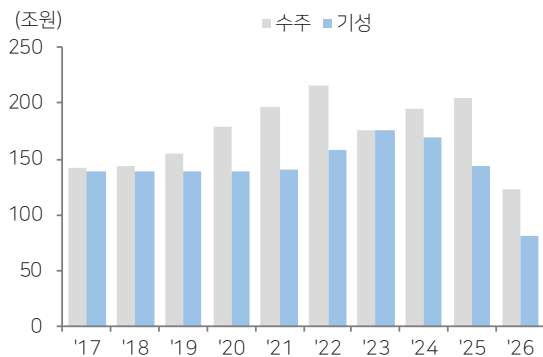
Note 1: 미국 기준
Note 2: Epoch AI의 GB 200 기반 데이터센터 구축 비용 추정치, 폭스콘 전망치, 가격 인상 15% 반영. 서버 값만 조정한 수치
Source: Epoch AI, 다올투자증권

Focus Chart 13 국내 데이터센터 계획의 건설 물량 환산 (수전용량 10.4GW 기준)

시나리오	적용 단가 (억원/MW, 수전용량 기준)	총 물량	연평균 ('26~'31)	'25년 수주 대비	'25년 기성 대비
하단 국내 실계약 평균	56	58조원	9.7조원	4.7%	6.8%
상단 AI데이터센터 Shell & Core 가정치	100	104조원	17.4조원	8.5%	12.1%

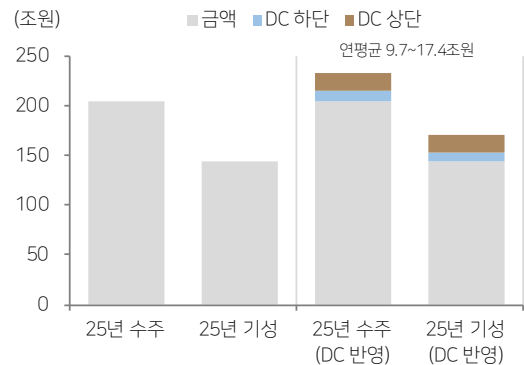
Note: 단가는 IT용량 기준
Source: 다올투자증권

Focus Chart 14 건설수주, 기성



Note: '26년은 1~7월 합계
Source: 통계청, 다올투자증권

Focus Chart 15 DC 건설물량의 상대적 크기



Source: 통계청, 다올투자증권

II. 필수재가 되어버린 AI

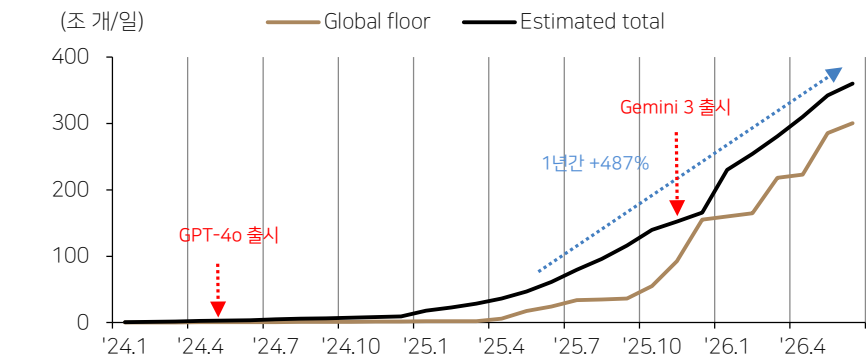
II-1. 급증하는 전세계 토큰 처리량

글로벌 AI 수요
증가에 따른 토큰
처리량 급증

2026년 6월 기준 전 세계에서 하루에 소비되는 토큰량은 약 360조 개(Fig 1)이다. 이는 전년 동기 대비 487% 증가한 수치이다. 전방위적으로 AI 수요가 증가하고 있기 때문이다.

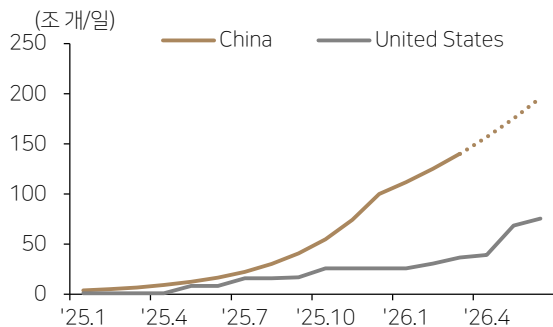
일간 토큰 처리량은 중국이 200조 개로 가장 많고 그 뒤를 이어 미국이 75조 개(Fig 2) 수준이다. 중국과 미국뿐만 아니라 유럽, 아시아, 기타 지역에서도 토큰 처리량은 가파르게 증가(Fig 3)하고 있다.

Fig. 1: 전세계 일간 토큰 처리량



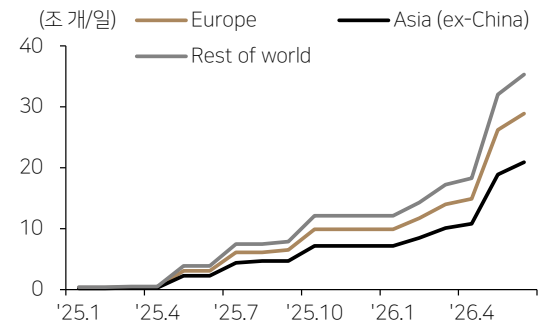
Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

Fig. 2: 중국 및 미국 일간 토큰 처리량



Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

Fig. 3: 유럽, 아시아, 기타 권역 일간 토큰 처리량



Source: Tokens Per Day, 다올투자증권

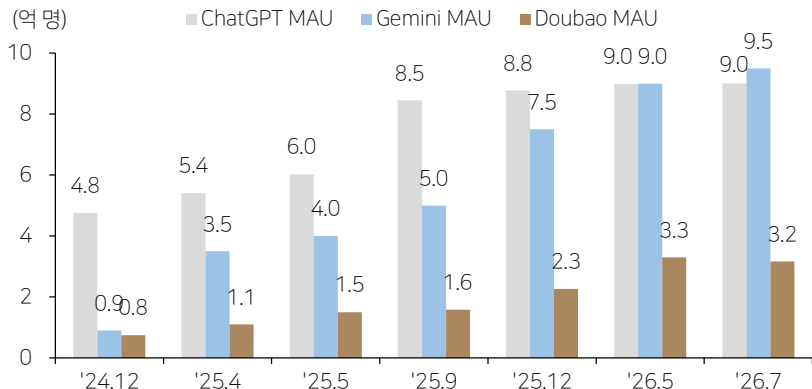
II-2. 엔터프라이즈 AI 침투율 상승

엔터프라이즈 AI
이용자 증가와 잠재
수요 존재

2026년 7월 ChatGPT, Gemini, Doubao의 합산 이용자는 21.7억 명으로 2025년 5월 11.5억 명 대비 85% 증가(Fig 4)하였다. 이를 통해 개인들의 AI 사용이 증가했음을 알 수 있다.

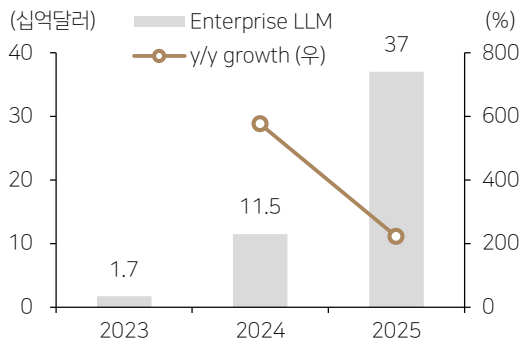
일반 사용자뿐만 아니라 기업의 AI 수요도 커지고 있다. 실제로 2025년 미국의 Enterprise LLM 규모는 370억 달러로 2024년 115억 달러 대비 222% 증가(Fig 5)하였다. 현재 S&P 500 기업들의 AI 채택률(Deep Integration, Used in Production 합산)은 16%(Fig 6)이기 때문에 수요 증가 여력은 크다고 판단한다.

Fig. 4: ChatGPT, Gemini, Doubao MAU 추이



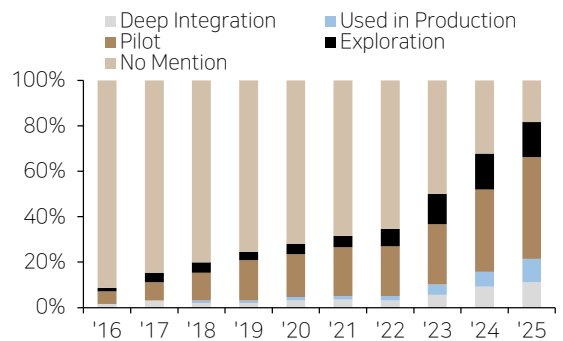
Source: FirstPageSage, Business of Apps, AICPB, 다올투자증권

Fig. 5: 미국 Enterprise LLM 규모

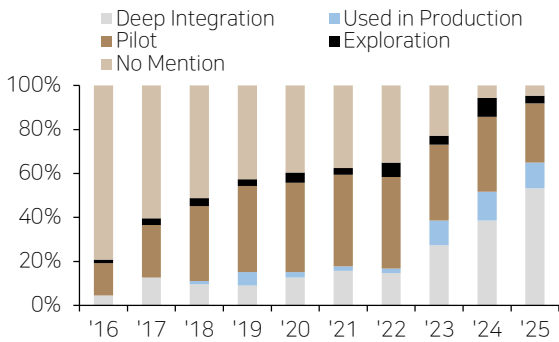


Source: Menlo Ventures, 다올투자증권

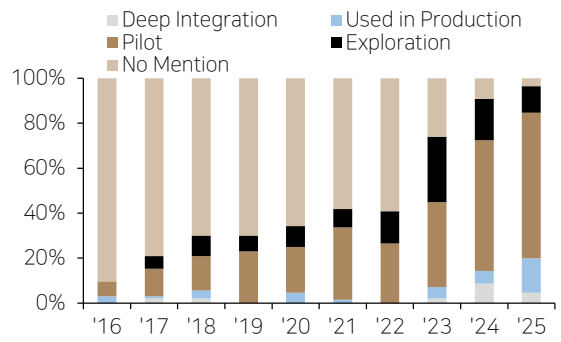
Fig. 6: 미국 S&P 500 기업의 AI 채택 현황



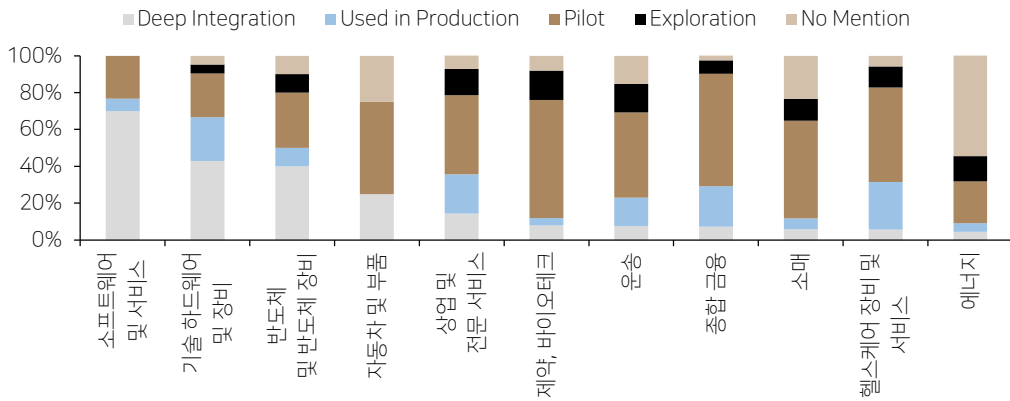
Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

Fig. 7: 미국 S&P 500 내 테크 기업의 AI 채택 현황

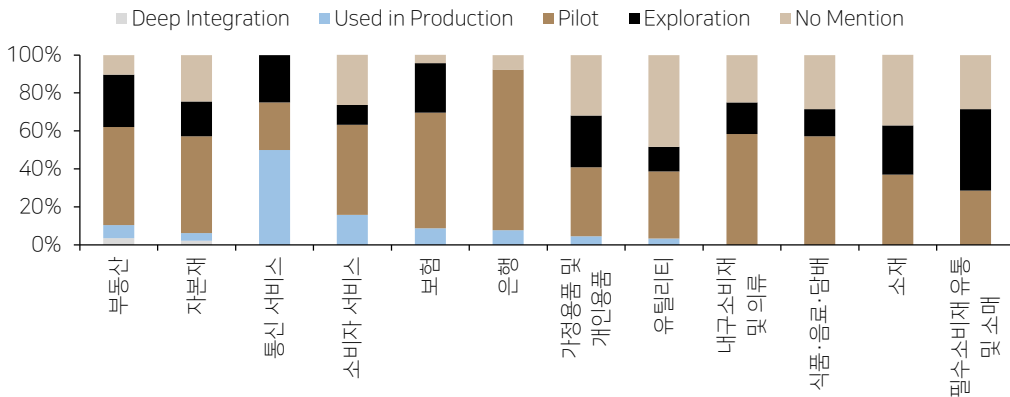
Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

Fig. 8: 미국 S&P 500 금융 기업의 AI 채택 현황

Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

Fig. 9: S&P 500 섹터별 AI 적용도 ① (2025)

Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

Fig. 10: S&P 500 섹터별 AI 적용도 ② (2025)

Source: Yu et al. (2026), AI Adoption in S&P 500 Firms, 다올투자증권

II-3. 수요의 기반 ①: Agentic AI

Agentic AI 확산에 따른 토큰 수요 확대
개인들과 기업들의 AI 챗봇 사용 외에도 추가적인 수요 증가 요소는 Agentic AI 와 Sovereign AI이다. 2Q26 실적 발표에서 국내외 기업들이 Agentic AI 사용 증가를 빈번하게 언급(Fig 11)하였으며 이는 토큰 처리량 증가를 야기한다.

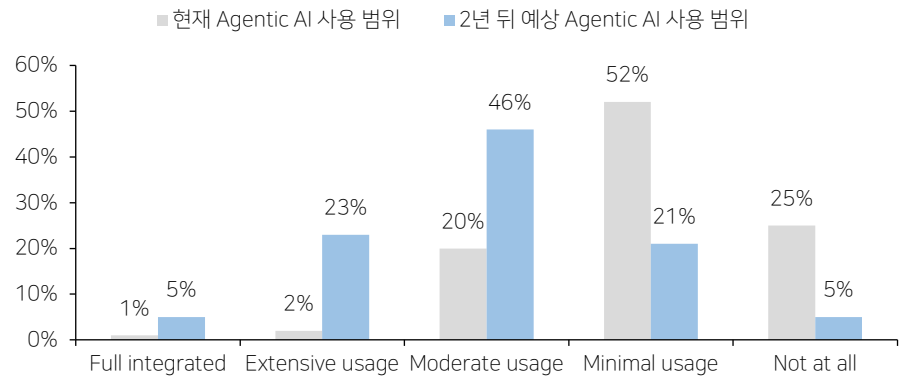
2026년 Deloitte에서 실시한 전세계 기업들의 C-Level 설문조사 결과 적극적으로 (Full integrated, Extensive usage) Agentic AI를 업무에 적용한 기업은 3%에 불과(Fig 12)하다. 다만 2년 뒤에 적극적으로 도입될 것이라고 답한 비율은 28%였다. 그만큼 경영진들의 Agentic AI의 도입 의지가 강함을 알 수 있다.

Fig. 11: 2Q26 실적 발표 내 Agentic AI 발언 정리

기업	Agentic AI 관련 코멘트
Alphabet	- Agentic 개발 플랫폼 Antigravity WAU 240 만명. 사용자·기업 모두 활용하며 내부 개발 방식도 가속 - 기업용 AI Agent 구축·배포 프레임워크 ADK 누적 다운로드 약 7천만건
Meta	- Movida WhatsApp 상담의 85%를 사람 개입 없이 AI Agent 가 해결
Amazon	- Ads Agent: 광고 캠페인 설정·타기팅을 Agent 가 자동화. Agent 사용 시 CPI(Cost Per Install) -8%, CPA(Cost Per Action) -6%
Microsoft	- 관리 Agent 365는 출시 2개월 만에 약 4천만 Agent 가 등록되며 기업 Agent 생태계가 빠르게 확산
NAVER	- 3Q26 부동산 매물찾기·건강 Agent를 순차 출시하며 범용 검색 AI에서 특정 목적을 수행하는 Vertical Agent로 적용 영역을 확대할 계획
카카오	- Play MCP를 통해 3,400개 이상의 Tool을 Agent와 연결해 일 10만회 이상의 호출이 발생
삼성 SDS	- 금융권을 중심으로 AI Agent 기반 AX 프로젝트 추수가 확대되고 있음 - 2H26 국내 적용 후 2027년부터 글로벌 사업장으로 확대 예정
LG CNS	- 은행의 IT 업무부터 보험의 보상·심사 등 반복 업무까지 Agent 적용 영역이 확대

Source: 다올투자증권

Fig. 12: 기업들의 Agentic AI 적용 현황과 전망 (2026년)



Note: n = 3,235. AI를 실제 도입하고 있는 기업의 의사결정권자를 대상
Source: Deloitte, 다올투자증권

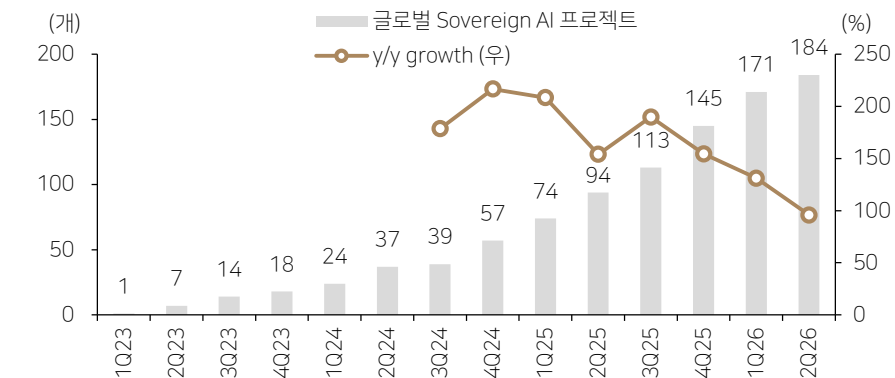
II-4. 수요의 기반 ②: Sovereign AI

Sovereign AI
프로젝트 확산에
따른 인프라 구축 및
모델 개발 필요성
증가

추가적인 수요는 Sovereign AI이다. 국방과 같이 주권이 중요한 분야는 각 나라가 자체 AI를 개발할 수밖에 없다. 미국 외교·국가안보 정책 싱크탱크인 CNAS(Center for a New American Security)에 따르면 2026년 6월 말 기준 글로벌 Sovereign AI 프로젝트는 184개로 전년 동기 대비 95.7% 상승(Fig 13)했다.

Sovereign AI 프로젝트의 대부분은 인프라 구축과 모델 개발로 이루어져 있다. (Fig 14). 2026년 6월 기준 인프라 프로젝트가 117개로 가장 많고, 모델 개발 프로젝트가 63개로 그 뒤를 잇는다. 각각의 프로젝트는 유기적으로 연결되어 있으며 필수적인 요소들이다.

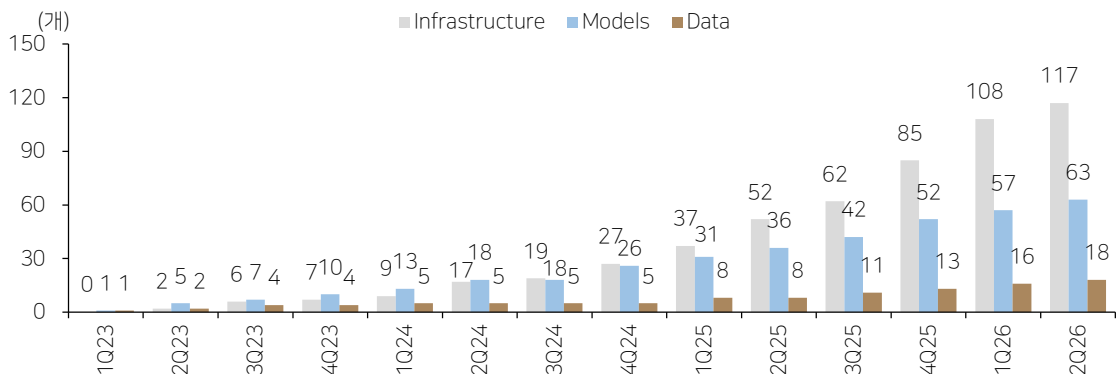
Fig. 13: 글로벌 Sovereign AI 프로젝트



Note: 미국, 중국 제외

Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

Fig. 14: 글로벌 Sovereign AI 프로젝트 유형별 추이



Note 1: 미국, 중국 제외

Note: 2 하나의 프로젝트가 여러 카테고리에 해당하면 중복 집계

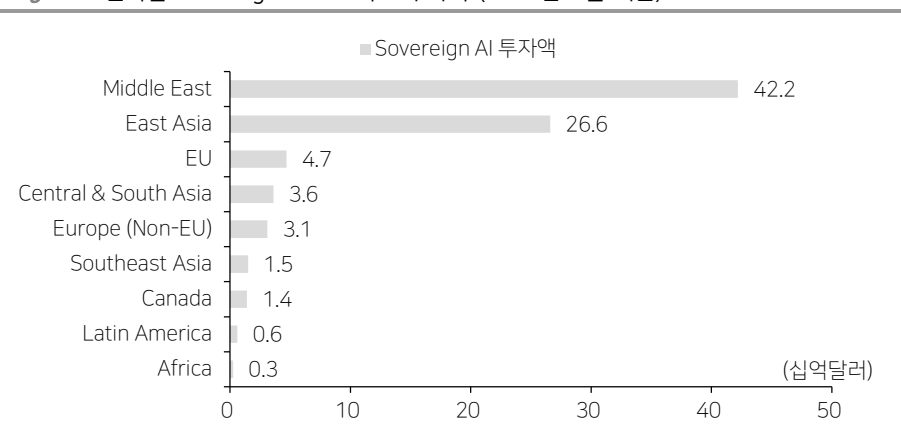
Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

중동과 동아시아
중심으로 Sovereign
AI 투자 확대

권역별로 보면 중동이 422억 달러로 가장 많은 금액을 Sovereign AI에 투자하고 있다. 그 뒤를 이어 동아시아가 266억 달러이다. 동아시아 투자액에서 중국 수치는 제외이다. 지표 자체가 미국 및 중국을 제외한 다른 국가들의 Sovereign AI 추진 현황을 보기 위해 만들어졌기 때문이다.

EU의 Sovereign AI 금액이 적은 이유는 직접투자보다 민간투자를 유도하기 때문이다. EU의 예산은 보조금, 공동투자, 연구지원에 투입되며 경제 규모에 비해 정부가 직접 약정한 Sovereign AI 금액은 작게 나타난다.

Fig. 15: 권역별 Sovereign AI 프로젝트 투자액 (2026년 6월 기준)



Note 1: 미국, 중국 제외

Note 2: 자금 조달이 확정되지 않은 단순 발표상의 투자 한도는 제외

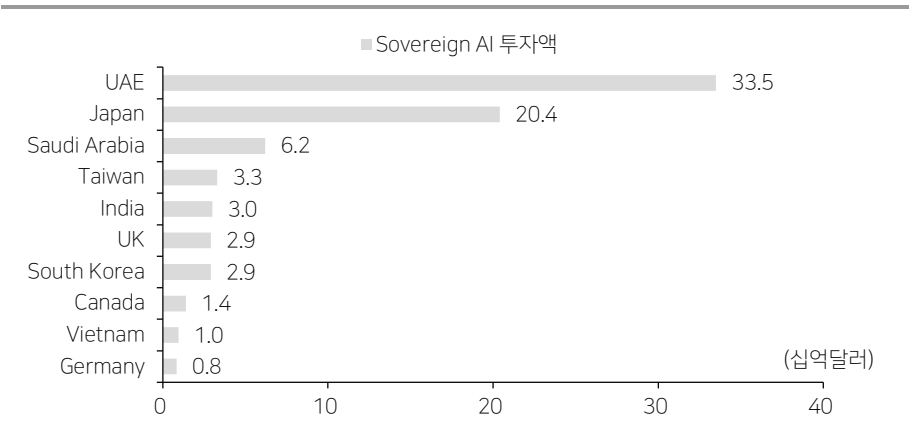
Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

UAE가 가장 적극적
투자 진행 중이며
네이버의 중동 사업
확대 수혜 가능성
확인

국가별로 보면 UAE가 335억 달러로, 가장 큰 규모로 Sovereign AI를 추진 중이다. 일본, 사우디아라비아가 뒤를 잇는다(Fig 16).

네이버는 사우디아라비아의 자치행정주택부와 2023년 국가 디지털트윈 사업을 수주하여 구축한 바가 있다. 레퍼런스가 존재하기 때문에 중동에서의 추가적인 사업 기회를 얻을 수 있다. 실제 네이버의 1GW 데이터센터 구축 목표 중에는 중동 지역도 포함되어 있다.

Fig. 16: 국가별 Sovereign AI 프로젝트 투자액 (2026년 6월 기준)



Note 1: 미국, 중국 제외

Note 2: 자금 조달이 확정되지 않은 단순 발표상의 투자 한도는 제외

Source: CNAS(Center for a New American Security), 다올투자증권

Fig. 17: 네이버의 중동 사업 타임라인

시기	사업	내용
2023.10	국가 DX 업무협약	- 사우디 자치행정주택부(MOMRAH) 및 투자부(MISA)와 MOU 체결 - 리야드, 메디나, 제다, 담맘, 메카 등 5개 도시의 디지털 트윈 플랫폼을 구축·운영
2024.03	중동 및 북아프리카 지역 디지털 혁신	- 아람코 디지털과 MOU 체결 - 사우디 시장에서 Sovereign AI·클라우드·디지털트윈·로봇 등의 사업 기회 발굴
2024.03	지능형 교통 시스템 구축	- 사우디 대중교통공사와 지능형 교통 시스템(ITS) 구축 관련 MOU 체결 - 디지털트윈·AI 등을 교통 인프라에 적용하는 방안 협력
2024.09	NAVER Arabia 설립 추진	- 중동 사업을 총괄할 현지 법인 설립 추진 - 사우디를 거점으로 중동 지역 사업 확대 기반 마련
2025.05	NAVER Innovation JV 설립	- 네이버클라우드와 NHC Innovation 이 NAVER Innovation 설립 계약 - 스마트 시티 사업을 주도하기 위함
2025.06	New Murabba 스마트시티	- 사우디 국부펀드(PIF)가 추진하는 리야드 뉴 무라바와 MOU 체결 - 로봇, 자율주행, 공간지능, 스마트시티 플랫폼, 도시 모니터링 솔루션 등의 도입 추진
2026.04	글로벌 대규모 데이터센터 구축	- 한미글로벌과 손잡고 사우디 데이터센터 사업 공동 공략 - 네이버는 기술과 서비스 모델을, 한미글로벌은 설계·시공 자문과 인허가 등을 지원
2026.08	사우디 디지털트윈 국가 표준 플랫폼 승인	- 사우디 자치행정주택부가 국가·지자체 디지털트윈 구축 시 팀네이버 플랫폼 우선 활용을 공식 권고

Source: 다올투자증권

III. 수요 감소에 대한 우려

III-1. 1990년대 닷컴 버블의 트라우마

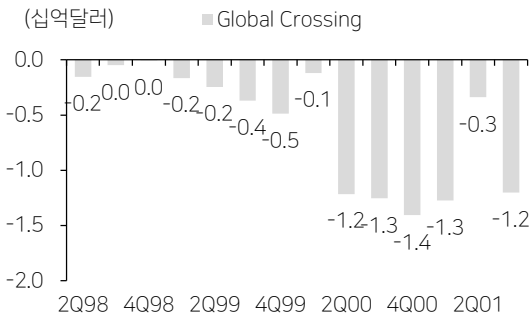
AI 인프라 투자 확대
속 과잉 투자 우려

현재 AI 인프라 투자는 1990년대 후반~2000년대 초반의 IT 버블과 닮아 있다. 인터넷 트래픽/토큰 처리량이 폭증할 것이므로 광케이블/AI 인프라를 확대해야 한다는 논리가 그러하다. 30년 전 사례가 쓰라렸기 때문에 AI 투자가 몇 년 간 지속되는 지금도 수요 및 공급에 대한 우려가 팽배하다.

순환투자, 회사채 발행 등 여러 요소가 있지만 근본적인 우려는 예측할 수 없는 소프트웨어 혁신이다. IT 버블 당시에도 광케이블을 공격적으로 매설했다가 하나의 광섬유에 여러 파장의 빛을 동시에 실어서 통신 용량을 늘리는 WDM (Wavelength Division Multiplexing, 파장분할다중화) 기술의 발전으로 과잉 설비가 되어버렸던 경험이 있기 때문이다.

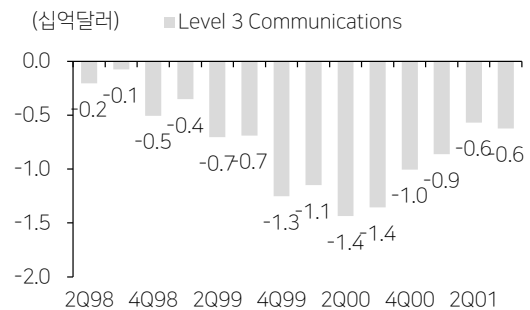
그 당시 막대한 부채를 통해 광케이블에 투자했던 Global Crossing, Level 3 Communications과 같은 기업들은 대역폭 단가 하락과 신규 주문 감소로 현금 흐름이 감소(Fig 18, 19)하며 결국 파산을 신청하거나 인수되었다.

Fig. 18: Global Crossing FCF

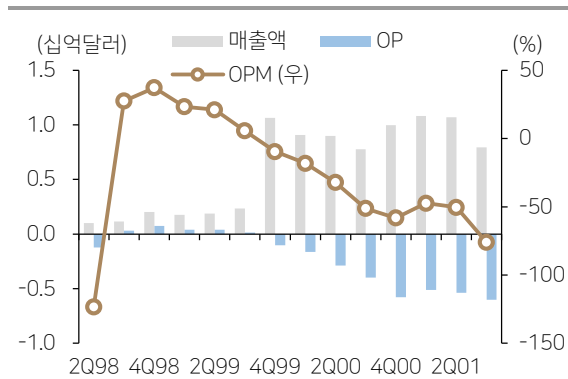


Source: Bloomberg, 다올투자증권

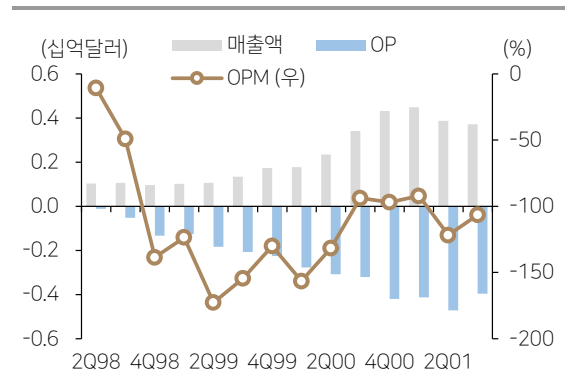
Fig. 19: Level 3 Communications FCF



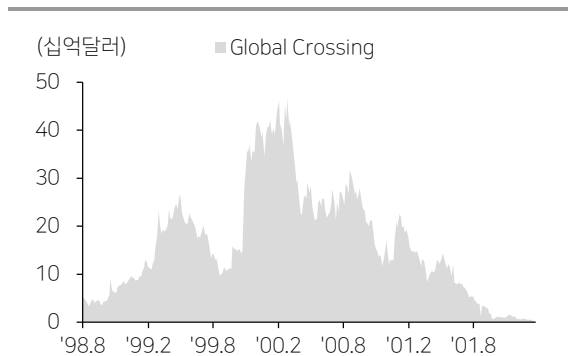
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 20: Global Crossing 매출액 및 OP

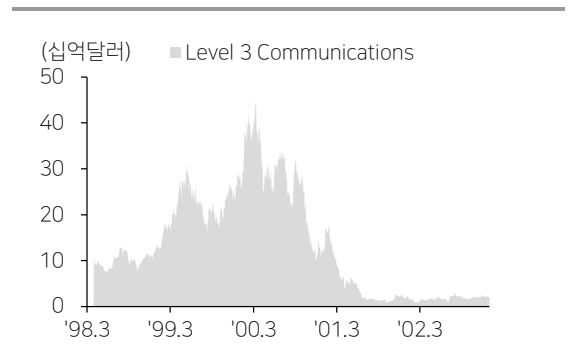
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 21: Level 3 Communications 매출액 및 OP

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 22: Global Crossing 시가총액

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 23: Level 3 Communications 시가총액

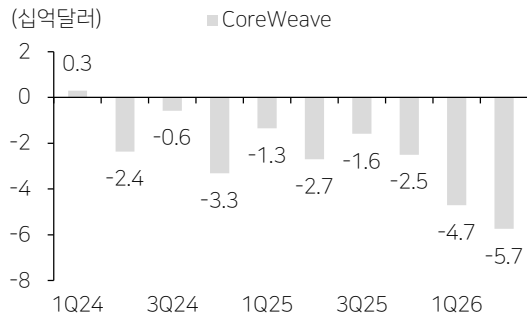
Source: Bloomberg, 다올투자증권

현재 네오클라우드
기업들은 FCF
적자지만 손익은
BEP 수준

코어위브와 네비어스도 AI 데이터센터를 공격적으로 확장하는 만큼 FCF 적자폭이 커지고 있는 점이 불안감을 증폭시키는 요소이다. 게다가 양사 모두 AI 데이터센터 사업 외에 다른 사업부문이 없기 때문에 캐시카우가 부재하다. 그래서 시가총액은 호실적이 예상될 때가 아닌 호실적이 확인된 후에야 상승하는 모습을 보인다.

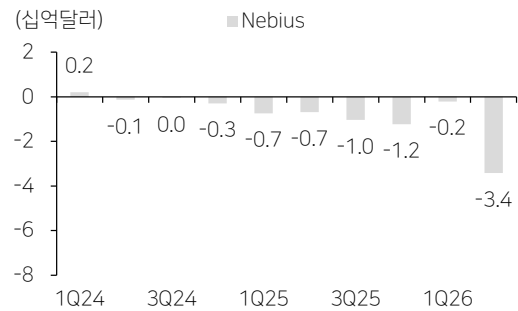
하지만 닷컴버블 당시의 기업들과 달리 현재의 네오클라우드 기업들은 적자폭을 줄여나가고 있다. 실제로 코어위브는 흑자전환을 앞두고 있고 네비어스는 점진적으로 적자폭이 감소할 전망이다.

Fig. 24: CoreWeave FCF



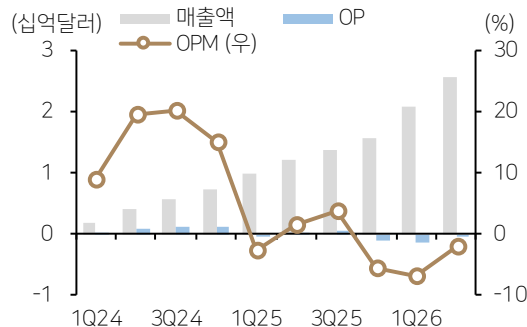
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 25: Nebius FCF



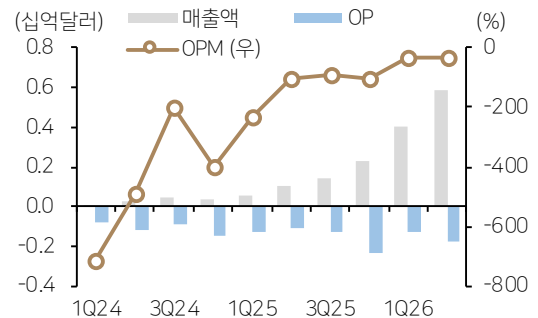
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 26: CoreWeave 매출액 및 OP

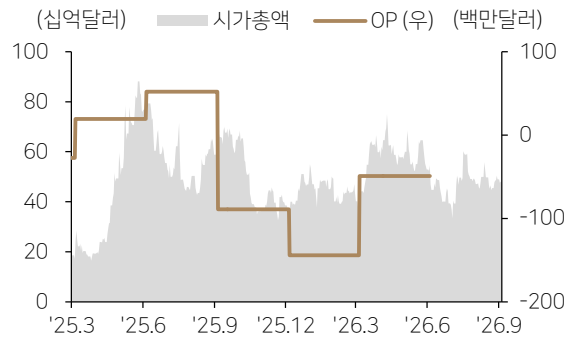


Source: Bloomberg, 다올투자증권

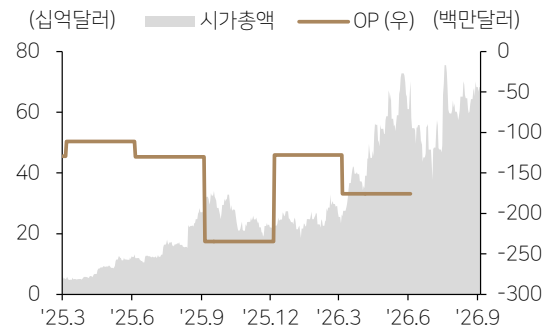
Fig. 27: Nebius 매출액 및 OP



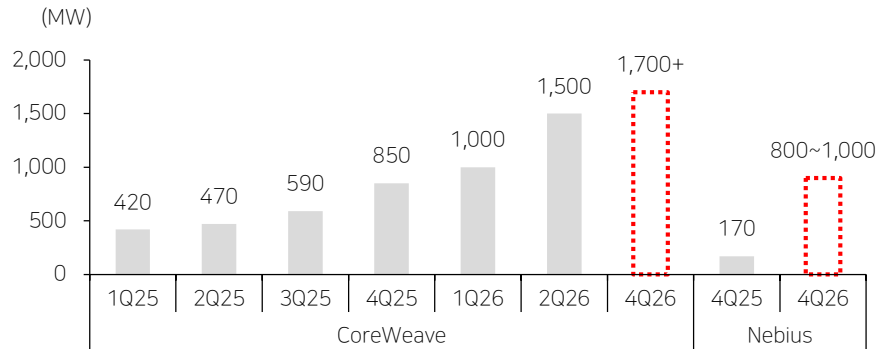
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 28: CoreWeave 시가총액

Source: Bloomberg, 다올투자증권

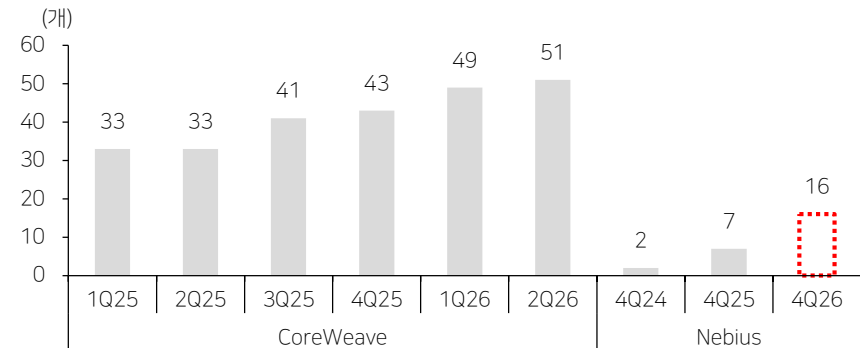
Fig. 29: Nebius 시가총액

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 30: CoreWeave와 Nebius의 데이터센터 용량 추이

Note: CoreWeave는 Active Power, Nebius는 Connected Power 기준

Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 31: CoreWeave와 Nebius의 데이터센터 개수 추이

Source: 회사 자료, 다올투자증권

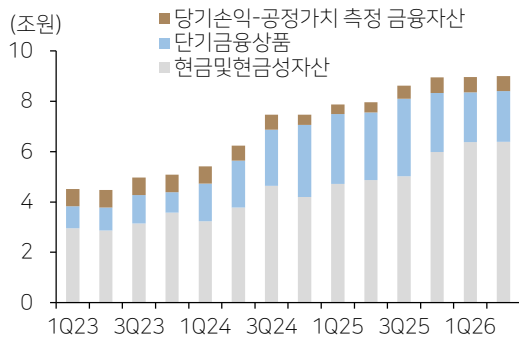
III-2. 캐시카우가 주는 여유

AIDC 사업에 진출한
국내 기업은
캐시카우 기반 투자
여력 보유

반면 본격적으로 AI 데이터센터 사업에 진출하고 있는 국내 기업들은 캐시카우가 존재한다. 네이버는 광고 및 커머스 사업, NHN은 웹보드 사업, 삼성에스디에스와 LG씨엔에스는 기존 SI 사업 등 AI 데이터센터에 자본을 투자할 수 있는 여력이 있다.

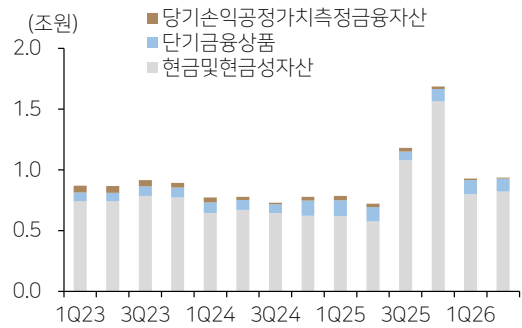
공공 사업 위주인 NHN을 제외하고 네이버의 현금성자산(단기금융상품, 당기손익공정가치측정금융자산 포함)은 9조원(Fig 32), 삼성에스디에스는 7.6조원(Fig 34), LG씨엔에스는 1.6조원(Fig 35)으로 CapEx 투자여력이 있음을 알 수 있다.

Fig. 32: 네이버 유동자산 추이



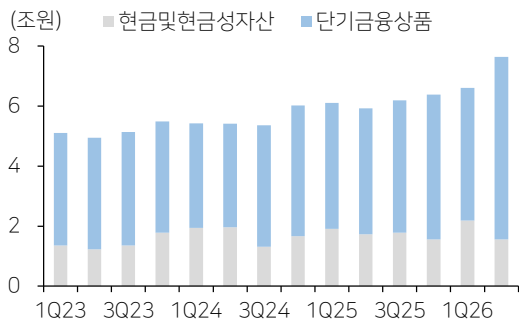
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 33: NHN 유동자산 추이



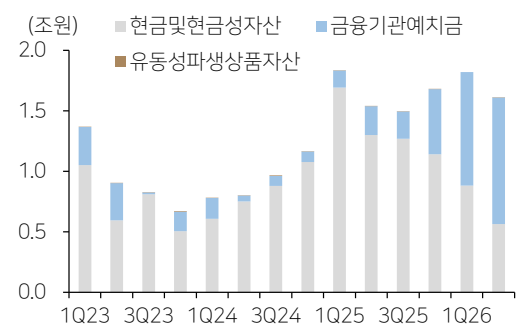
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 34: 삼성에스디에스 유동자산 추이



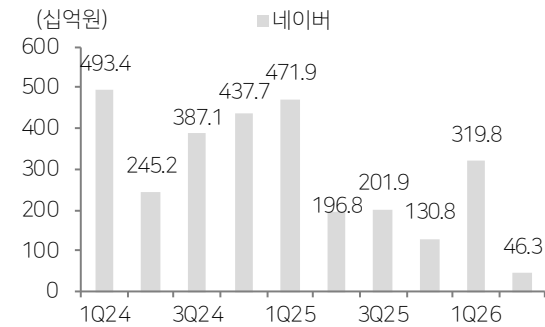
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 35: LG씨엔에스 유동자산 추이



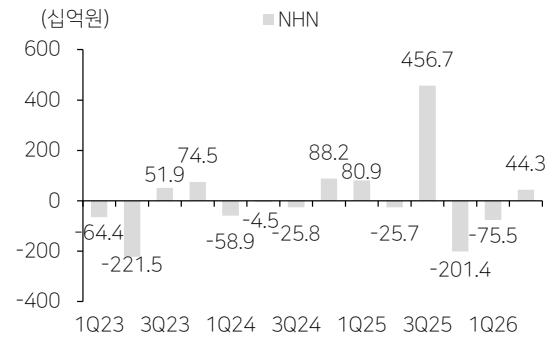
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 36: 네이버 FCF



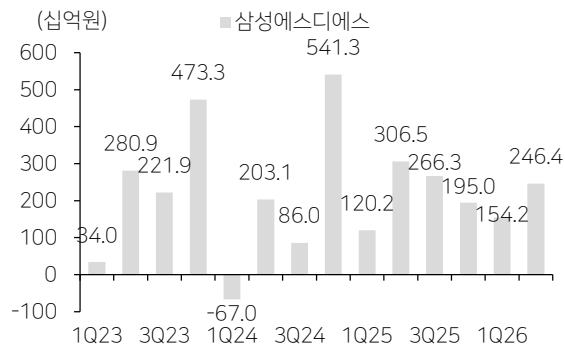
Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 37: NHN FCF



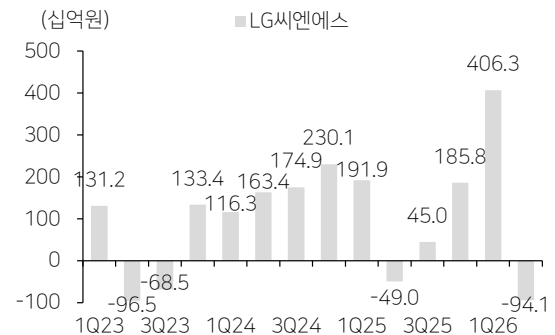
Source: 다올투자증권

Fig. 38: 삼성에스디에스 FCF



Source: 다올투자증권

Fig. 39: LG씨엔에스 FCF



Source: 다올투자증권

III-3. 하드웨어/소프트웨어 효율화는 이미 진행 중

AI 효율 개선으로
토큰 증가 대비 GPU
필요량은 감소 추세

토큰량이 증가하면 GPU 수요도 증가하지만 1:1 비례는 아니다. GPU의 필요량은 아래 그림(Fig 40)과 같이 정리할 수 있다. 토큰 처리량뿐만 아니라 토큰 1개를 생성하거나 처리하기 위해 GPU가 수행해야 하는 계산량인 토큰당 연산량도 GPU 필요량과 비례하는 요소이다.

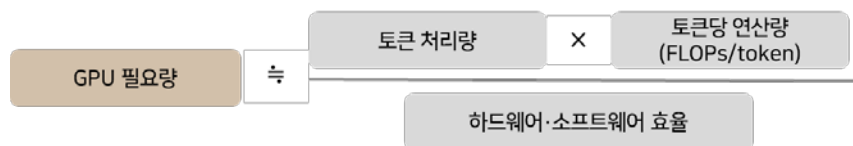
토큰 처리량은 증가하고 있지만 토큰당 연산량(FLOPs/token)은 감소하는 추세이다. 주요 AI 모델들의 토큰당 연산량은 고정된 숫자가 아닐뿐더러 경쟁상 민감한 정보이기 때문에 일반적으로 공개되지 않는다. 그럼에도 불구하고 MoE 모델의 등장, 추론 최적화 등을 통해 API의 가격이 감소를 통해 토큰당 연산량 또한 하락 추세를 추론할 수 있다.

또 다른 요소인 하드웨어와 소프트웨어 효율이 증가하면 GPU 필요량은 감소한다. 실제로 GPU의 활용률은 40~60% 수준이다. 이를 8~90%까지 끌어올린다면 GPU 필요량이 감소할 수 있다. 실제로 링크드인은 2Q26 실적발표 때 GPU 효율을 두 배로 높여 2027년 데이터센터 증설은 없을 것이라 밝혔다.

* Dense 모델: 입력 토큰이 모든 파라미터를 사용하는 신경망

* MoE(Mixture of Experts) 모델: 모든 파라미터를 사용하는 것이 아니라, 입력에 따라 필요한 일부 파라미터만 활성화하는 신경망 구조

Fig. 40: 토큰과 GPU 필요량의 관계



Source: 다올투자증권

III-4. 제본스의 역설

토큰 처리량 증가가
효율 개선을
압도하는 상황

제본스의 역설(Jevons Paradox)은 기술 발전으로 어떤 자원의 사용 효율이 높아졌는데도, 오히려 그 자원의 총 소비량이 증가하는 현상이다. 현재 AI 데이터센터에도 적용되는 이야기이다.

GPU의 필요량은 높이는 요인은 토큰 처리량이며, 낮추는 요인은 토큰당 연산량의 감소와 하드웨어·소프트웨어 효율화이다. 현재 빅테크의 사례를 볼 때 토큰 처리량의 증가가 더 우세하다고 판단된다.

대표적인 예로 마이크로소프트의 사티아 나델라는 FY26 3Q 실적 발표(2026년 4월)에서 “*하드웨어·소프트웨어 최적화를 통해 Copilot에서 가장 많이 사용하는 모델의 추론 처리량(inference throughput)을 40% 개선했다*”고 밝혔다.

효율화에도 불구하고 AI 데이터센터는 큰 규모로 확장되고 있다. 왜냐하면 연산량을 연간 40% 개선하더라도 토큰 수요가 487% 증가하기 때문이다. 이게 바로 제본스의 역설이다. 실제로 현재 비용 문제로 AI를 도입하고 있지 않은 기업들이 많은 상황이기 때문에 토큰 가격이 하락할수록 AI 사용은 증가할 수 있다.

Fig. 41: 빅테크의 2Q26 실적 발표 내 효율화 및 데이터센터 발언 정리

기업	효율화 발언	데이터센터 계획
Microsoft	- Copilot 주력 모델 추론 처리량(inference throughput) 40% 향상 - Dock-to-Live(신규 GPU 설치~서비스 투입) 약 20% 단축 - 데이터센터 설계(DC Design)→실리콘→시스템 소프트웨어→모델 아키텍처까지 전 스택을 최적화한다고 설명	- 효율화에도 불구하고 이번 분기 AI 용량 1GW 추가. 2년 내 AI 인프라 규모를 2배로 확대한다는 계획 유지 - 아직도 수요가 공급을 초과하고 있으며, 미개시 데이터센터 리스 계약만 약 3,291억 달러 규모를 보유 - 효율화는 증설을 대체하지 않고 증설 효과를 극대화하는 수단이라고 설명
Alphabet	- AI 투자와 Full Stack(TPU·인프라·시스템 SW·Gemini) 접근이 사업 성과를 견인한다고 설명. 구체적인 GPU 효율 수치는 공개하지 않음	- AI 인프라 투자를 지속 확대. TPU와 데이터센터를 계속 증설해 Gemini·Cloud 수요를 대응한다는 입장 - 효율 개선에도 CapEx 축소 신호는 없음
Meta	- AI가 광고 효율과 제품 성능을 개선하고 있다고 설명했지만 GPU 처리량 등 정량적 효율 지표는 공개하지 않음	- AI 클러스터 구축을 지속. 2026년 CapEx 가이드를 1,300~1,450억 달러로 유지 - 컴퓨팅 용량은 우선 Meta의 자체 AI 성장을 위해 사용하는 것이 더 전략적이라고 판단한다고 밝힘
Amazon	- Trainium, 자체 칩, 운영 효율을 지속 개선하고 있다고 설명. GPU 처리량 등 정량적 효율 수치는 공개하지 않음.	- AI 수요가 여전히 공급을 초과한다고 설명. 2026년 CapEx 계획을 약 2,200억 달러로 상향 - 2027년 AWS 용량도 상당 부분 이미 예약됐다고 언급

Source: 회사 자료, 다올투자증권

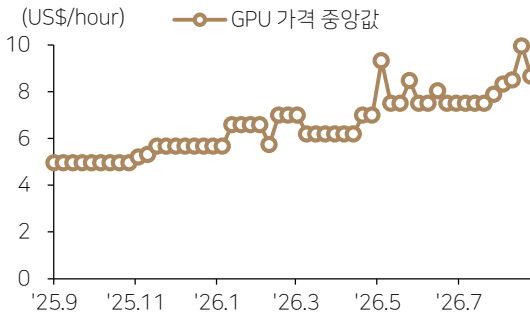
III-5. GPU 임차 가격 상승은 진행 중

GPU 임차 가격은
증가 추세이며 단기
계약 BM이 유리

현재 GPU의 가격은 신형/구형 모두 상승 중이다. B300의 시간당 임차 가격은 8.7 달러로 전년 동기 대비 75% 상승했다. B200과 구형 모델인 H100도 소폭 가격이 증가(Fig 44, 45)하는 추세이다. GPU 임차 비용의 상승으로 현재 공급 우위의 시장임을 알 수 있다.

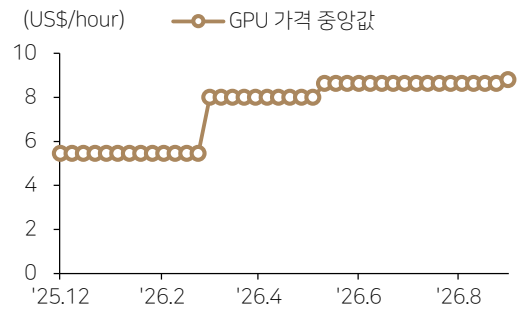
이와 같은 시장에서는 장기계약이 오히려 수익성을 저해하는 요소가 될 수 있기 때문에 네오클라우드 기업들은 단기 계약을 선호한다. 투자자 입장에서 수익성의 막혀 있는 장기계약이 아니라 일부 단기 계약을 도입하는 BM이 유리하다.

Fig. 42: B300 임차 비용 추이



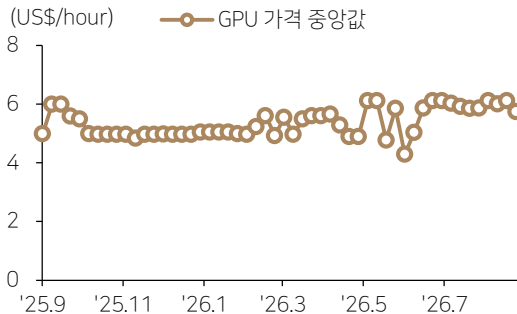
Source: GPUUsio, 다올투자증권

Fig. 43: GB300 임차 비용 추이



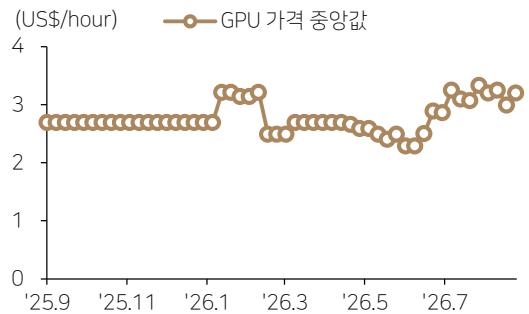
Source: GPUUsio, 다올투자증권

Fig. 44: B200 임차 비용 추이



Source: GPUUsio, 다올투자증권

Fig. 45: H100 임차 비용 추이



Source: GPUUsio, 다올투자증권

IV. 공격적인 공급 확대와 의구심들

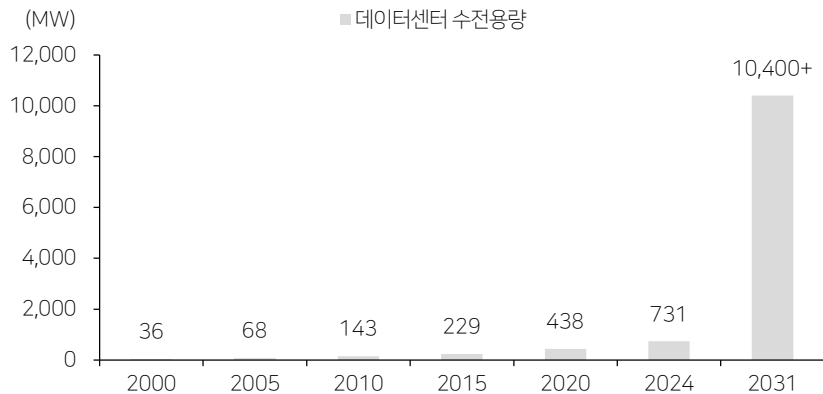
IV-1. 한국 기업들의 AI 데이터센터 진출 가속화

데이터센터 수요에 대한 확신으로 국내 기업들의 AIDC 투자 본격화

2026년에는 AI 컴퓨팅 수요의 구조적 증가와 함께 수익 가시성이 높아지며 기업들의 투자 발표가 이어졌다. 플랫폼 기업인 네이버를 비롯하여 데이터센터 운영 경험이 있는 NHN 클라우드, SI 기업들, 통신사들이 AIDC에 대한 중장기 계획을 발표했다.

주요 기업들이 천명한 데이터센터들은 아시아 지역도 포함되어 있으나 대부분은 국내 용량이다. 2031년 기준으로 아래 기업들의 단순 합산 데이터센터 용량은 최소 10.4GW이다. 2026년에 특히 여러 기업들이 앞다투어 데이터센터 사업을 확장하는 이유는 수요에 대한 확신이 강해졌기 때문이다.

Fig. 46: 한국 데이터센터 수전용량 추이



Note: 2031년 수치는 Fig 47 붉은색 글씨의 합산
Source: 한국데이터센터연합회, 다올투자증권

Fig. 47: 국내 기업들의 AI 데이터센터 계획발표

기업	주요 계획	규모
네이버	NVIDIA 및 Brookfield와 협력해 대규모 AI 인프라 구축 추진	200MW(~2028년, 국내 위주) 1GW+ (~2031년, 세종 및 아시아 리스 포함)
NHN Cloud	양평 AI 데이터센터(리전) 가동. NVIDIA B200 기반 GPU 클러스터 구축, GPUaaS 및 AI 클라우드 확대	GPU 7,656 장, 클라우드 매출 성장 목표 제시
삼성 SDS	구미에 AI 데이터센터 구축. 삼성전자 구미 1 공장 부지를 활용하며 AI 클라우드 수요 대응	800MW (~2031년, 국내)
LG CNS	자체 초대형 신규 데이터센터 투자 계획보다는 AI 클라우드 및 기업 AX 사업 확대에 집중. Google Cloud 협력 강화	DBO 사업 시장 성장률(15~20%) 이상의 사업 확대를 추진
LG U+	- 2조원 규모의 투자를 진행하고, DBO 사업과 지방 거점 구축도 병행 - 2030년까지 누적 수주 5조원을 달성하겠다는 계획을 발표	- 파주에 200MW 급 AIDC를 구축. 2027년부터 2028년까지 총 4개 동을 순차적으로 개관할 계획
SK 그룹 (SK 텔레콤 중심)	- NVIDIA와 협력해 초대형 AI 데이터센터 건설 발표 - AI 데이터센터 사업 전담 법인 'SK 하이퍼'를 설립	137MW(현재) 5GW (~2029년, Phase 1, 전국 거점) 15GW(~2035년, Phase 2, 전국 거점)
KT Cloud	기존 IDC 및 AI 클라우드 인프라 확장 지속. 전국 AIDC 확대 추진	- 2031년까지 5조원을 투자하여 1GW 규모의 AIDC를 전국 20여곳에 구축 예정
GS 그룹	동해시에 AI 데이터센터 캠퍼스 구축 추진. AI 인프라 전문기업과 협력해 단계적으로 개발	강원도 동해에 1.2GW(1단계) → 최종 2.4GW (2단계) 목표

Source: 다올투자증권

IV-2. 점점 커지는 투자 금액

데이터센터 수요
확대와 함께 투자
비용도 상승

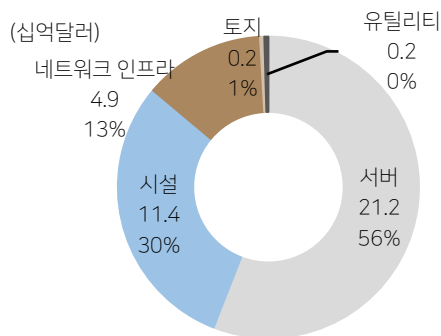
데이터센터는 막대한 초기 투자를 필요로 한다. 베라 루빈(Vera Rubin)이 아닌 GB 200 기준으로 379억 달러(51조원, Fig 48)이 필요하다. 운영 비용은 연간 9억 달러(1.2조원, Fig 49) 수준이다.

지난 6월 Foxconn의 Young Li 회장은 엔비디아의 차세대 AI 플랫폼인 베라 루빈 기반 AI 데이터센터 1GW를 구축하기 위해서는 약 470억 달러(약 64조 원)가 필요하다고 언급한 바 있다. 이후 8월 엔비디아는 고객사들에게 15%의 가격 인상을 예고하였다.

실제 과학기술정보통신부도 2027년 예산에서 베라 루빈 NVL72 서버 랙 1개당 예산을 275억원으로 잡은 바 있다(140대 확보를 위해 3.85조원 배정). 이는 기존 시장 예상치보다 높은 수치이기 때문에 Epoch AI와 Foxconn의 추정치에서 서버 값만 조정하여 1GW 데이터센터 구축 비용을 추정했다.

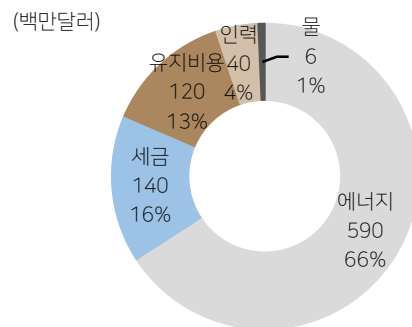
간소화된 계산으로 베라 루빈 기반 1GW 데이터센터를 구축하기 위해서는 515억 달러(70조원, Fig 50)이 필요하다. 과기정통부의 GPU 가격 기준으로는 880억 달러(119조원, Fig 51)이다. 데이터센터 수요 증가가 밸류체인 전반에 걸쳐 가격 상승으로 일어나고 있기 때문에 투자 금액은 증가하고 있다.

Fig. 48: 1GW 데이터센터 구축 비용 (GB 200)



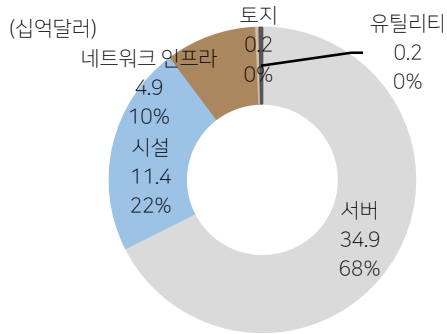
Note: 미국 기준
Source: Epoch AI, 다올투자증권

Fig. 49: 1GW 데이터센터 연간 OpEx (GB 200)



Note: 미국 기준
Source: Epoch AI, 다올투자증권

Fig. 50: 1GW 데이터센터 구축 비용 ① (Vera Rubin)

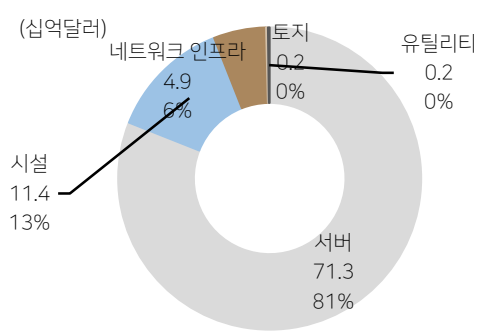


Note 1: 미국 기준

Note 2: Epoch AI의 GB 200 기반 데이터센터 구축 비용 추정치, 폭스콘 전망치, 가격 인상 15% 반영. 서버 값만 조정한 수치

Source: Epoch AI, 다올투자증권

Fig. 51: 1GW 데이터센터 구축 비용 ② (Vera Rubin)



Note 1: 미국 기준

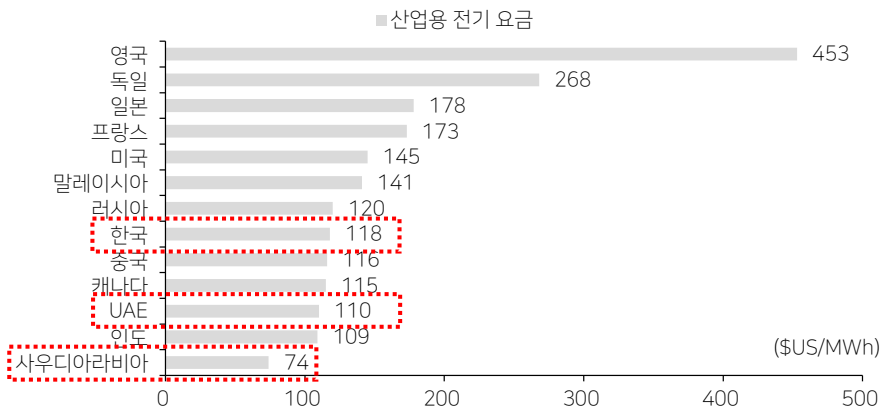
Note 2: Epoch AI의 GB 200 기반 데이터센터 구축 비용 추정치, 과기정통부 추정치 반영. 서버 값만 조정한 수치

Source: Epoch AI, 다올투자증권

한국과 중동의 전기
요금은 상대적으로
낮은 편

위 수치에 국가별 전기 요금을 조정해야 한다. 한국의 산업용 전기 요금은 118달러/MWh로 선진국 대비 높은 수준은 아니다. 데이터센터 진출을 목표로 하는 중동 지역은 상대적으로 저렴한 편이다. UAE는 110달러/MWh이며, 사우디아라비아는 74달러/MWh이다.

Fig. 52: 국가별 산업용 전기 요금 현황



Source: Global Petrol Prices, 다올투자증권

IV-3. 무모하지는 않을 것: 반복되는 역사 속에서 배운 것들

자금 조달 부담을
완화하기 위한
외부자본 활용 사례

AI 데이터센터는 기본적으로 막대한 금액이 투자되는데 GPU 가격까지 상승하고 있는 상황에서 기업이 단독으로 자금을 조달하는 것은 리스크가 크다. 그렇기 때문에 소수 지분 투자와 외부 투자를 결합한 사례가 증가하고 있다(Fig 53).

국내에서는 대표적으로 네이버의 사례가 있다. 2028년까지 개발하는 200MW에 대해 네이버가 10%, 엔비디아가 10%, 브룩필드가 80% 출자하는 구조이다.

해외에서는 2025년 10월 메타와 대체자산 운용사인 블루아울이 각각 20%, 80% 출자해서 Hyperion 데이터센터 개발을 위한 합작 회사(Beignet Investor LLC)를 설립한 바 있다.

이처럼 하나의 기업이 모든 리스크를 부담하지 않는다. 게다가 2Q26 실적 발표에서 메타가 언급한 대로 장기 프로젝트이기 때문에 AI 도입 속도에 맞춰 투자를 조정할 수 있는 유연성을 가질 수 있다. 사업 기회를 놓치는 것 또한 리스크이기 때문에 사업을 하면서 리스크를 관리하는 게 적절한 전략이라고 판단한다.

Fig. 53: 글로벌 AI 데이터센터 외부자본 활용 사례

공표 시기	출자 회사 및 지분율	프로젝트	용량	지역
2025.6	설립 당시: 코어워브 15%, 외부 인프라 개발사 85% 2026년 3월: 코어워브 20%, 외부 인프라 개발사 80%	Kenilworth 데이터센터 캠퍼스	미공개	미국
2025.10	메타 20% / 블루아울 80%	Hyperion 데이터센터 캠퍼스	전체 5GW 목표	미국
2025.12	Qai(카타르 국부펀드 자회사), 브룩필드. 지분율 미공개	카타르 및 해외 AI 인프라 합작사업	미공개	카타르 및 해외
2026.1	오픈 AI, 소프트뱅크, SB Energy. 지분율 미공개 오픈 AI와 소프트뱅크가 각각 5억 달러 투자	SB Energy가 개발·운영 OpenAI Stargate용 Milam County 사이트	1.2GW (초기 임차 규모)	미국
2026.5	구글, 블랙스톤. 지분율 미공개 블랙스톤 초기 지분출자 50억 달러	합작회사의 TPU 클라우드 회사의 데이터센터 인프라	초기 500MW. 2027년 가동 목표	미국
2026.6	네이버 10%, 엔비디아 10%, 브룩필드 80%	1GW급 AI 팩토리 구축 사업	1단계 200MW	아시아
2026.7	메타 20%, 블랙록 운용 펀드 80%	El Paso 데이터센터 캠퍼스	1GW	미국

Source: 다올투자증권

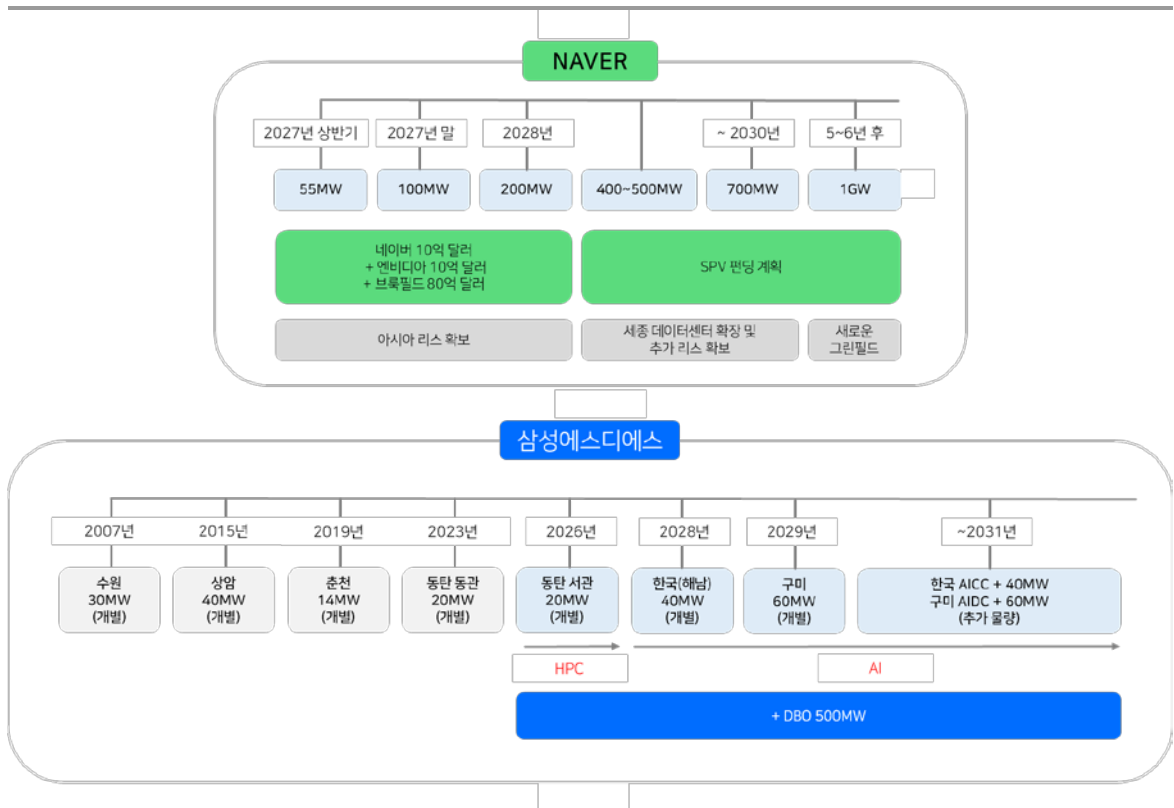
IV-4. 소결: 시간의 증명을 따라

AI 인프라 투자를 둘러싼 여러 의구심과 불안에도 불구하고 성장과 신규 먹거리 확보를 위해서 기업들은 진입할 수밖에 없다. 매출이 실질적으로 증가하고 있는 상황에서 혹시 모를 위험 때문에 사업 도전 자체를 포기할 수는 없기 때문이다.

대신 캐시카우를 기반으로 외부 개발사와 함께 리스크를 관리하고 있다. 100% 투자보다 이익은 적을 수 있으나 리스크 관리 측면에서 안전한 전략이다.

이 전략의 성패 유무는 시간이 증명해준다. 현재처럼 의구심이 있는 상황에서는 매출과 수익이 실질적으로 확인될 때 주가도 상승할 가능성이 크다. AI 데이터센터 사업에 진출하는 기업들을 긍정적으로 판단하며 2027~2028년 AI 데이터센터 매출이 급증하는 NAVER를 Top-Pick으로 선정하고 매수를 추천한다.

Fig. 54: 네이버와 삼성에스디에스 데이터센터 타임라인



Source: 다올투자증권

Fig. 55: 커버리지 기업 Peer Valuation

(십억원, 원, %, x)

구분	시기	NAVER	카카오	삼성에스디에스	LG씨엔에스
적정주가	-	400,000원	45,000원	270,000원	90,000원
적정 P/E	Fwd 12M	29.0x	-	25.0x	18.0x
매출액	2024	10,737.7	7,864.0	13,828.2	5,982.6
	2025	12,035.0	8,099.1	13,929.9	6,129.5
	2026E	13,651.4	8,355.7	14,406.2	6,575.2
	2027E	16,338.0	8,937.2	14,977.1	7,148.9
영업이익	2024	1,979.3	495.3	911.1	512.9
	2025	2,208.1	732.0	957.1	551.8
	2026E	1,920.9	1,069.5	806.4	593.8
	2027E	2,470.0	1,219.2	1,017.0	663.7
영업이익률(%)	2024	18.4%	6.3%	6.6%	8.6%
	2025	18.3%	9.0%	6.9%	9.0%
	2026E	14.1%	12.8%	5.6%	9.0%
	2027E	15.1%	13.6%	6.8%	9.3%
당기순이익(지배지분)	2024	1,923.2	55.3	757.0	364.5
	2025	1,953.2	491.5	759.5	437.9
	2026E	1,717.6	628.1	680.9	485.3
	2027E	2,161.4	1,079.1	827.5	508.2
순이익률 (%)	2024	17.9%	0.7%	5.5%	6.1%
	2025	16.2%	6.1%	5.5%	7.1%
	2026E	12.6%	7.5%	4.7%	7.4%
	2027E	13.2%	12.1%	5.5%	7.1%
EPS (원)	2024	12,139	125	9,783	4,180
	2025	12,453	1,111	9,816	4,520
	2026E	10,944	1,418	8,800	5,009
	2027E	13,772	2,436	10,694	5,245
P/E (x)	2024	16.4	306.6	13.1	n/a
	2025	19.5	54.1	17.5	13.6
	2026E	17.7	23.7	24.9	13.7
	2027E	14.1	13.8	20.5	13.1
ROE (%)	2024	7.9%	-1.6%	8.8%	18.3%
	2025	6.9%	4.8%	8.1%	17.4%
	2026E	6.0%	6.4%	6.7%	15.8%
	2027E	7.0%	9.7%	7.5%	15.1%
ROA (%)	2024	5.2%	-0.6%	6.2%	8.5%
	2025	4.6%	1.9%	5.9%	9.0%
	2026E	3.9%	2.6%	4.6%	9.3%
	2027E	4.4%	4.3%	4.7%	9.5%

Source: 다올투자증권

Fig. 56: 해외 기업 Peer Valuation (1)

(십억달러, 달러, %, x)

구분	시기	CoreWeave	Nebius	IREN	Applied Digital
시가총액(십억달러)	9/29(월)	47.5	66.7	16.3	7.6
매출액	2024	1.9	0.1	0.2	0.1
(십억달러)	2025	5.1	0.5	0.5	0.1
	2026E	12.9	3.3	2.8	0.9
	2027E	26.5	12.1	7.5	2.0
영업이익	2024	0.3	-0.3	0.0	0.0
(십억달러)	2025	0.0	-0.2	0.0	0.0
	2026E	1.1	-0.9	-0.4	0.0
	2027E	4.2	-0.4	1.1	0.6
영업이익률(%)	2024	16.9%	-379.8%	-14.6%	-8.8%
	2025	0.2%	-30.9%	4.1%	-27.5%
	2026E	8.2%	-27.0%	-15.8%	2.9%
	2027E	15.7%	-3.3%	13.9%	28.2%
당기순이익	2024	-0.7	-0.4	0.0	-0.1
(십억달러)	2025	-1.2	-0.1	0.0	-0.2
	2026E	-2.2	-0.7	-0.7	-0.3
	2027E	-1.0	-0.8	-0.3	-0.2
순이익률 (%)	2024	-38.9%	-398.4%	-14.0%	-39.2%
	2025	-22.5%	-25.9%	3.0%	-124.8%
	2026E	-17.0%	-21.7%	-25.5%	-32.5%
	2027E	-3.9%	-6.7%	-4.3%	-7.7%
EPS	2024	-4.3	-1.1	-0.3	-0.5
(달러)	2025	-2.7	-0.9	0.1	-0.9
	2026E	-3.9	-2.1	-1.8	-1.0
	2027E	-1.8	-2.6	0.1	-0.5
P/E (x)	2024	n/a	n/a	n/a	n/a
	2025	n/a	n/a	130.5	n/a
	2026E	n/a	n/a	n/a	n/a
	2027E	n/a	n/a	285.4	n/a
ROE (%)	2024	n/a	-11.1%	-4.2%	-62.5%
	2025	n/a	-5.4%	1.7%	-57.2%
	2026E	-40.3%	-4.3%	-42.4%	-30.1%
	2027E	-21.5%	-4.6%	-254.5%	-8.8%
ROA (%)	2024	-7.6%	-5.9%	-4.0%	-11.2%
	2025	-3.3%	-2.6%	1.2%	-13.3%
	2026E	-3.3%	-0.5%	-2.7%	n/a
	2027E	-1.2%	0.4%	9.3%	n/a

Source: 다올투자증권

Fig. 57: 해외 기업 Peer Valuation (2)

(십억달러, 달러, %, x)

구분	시기	Alphabet	Meta	Microsoft	Amazon
시가총액(십억달러)	9/29(월)	4,170.5	1,823.0	3,779.3	2,660.7
매출액	2024	350.0	164.5	245.1	638.0
(십억달러)	2025	402.8	201.0	281.7	716.9
	2026E	433.2	254.2	392.5	828.6
	2027E	543.9	305.9	465.4	949.5
영업이익	2024	113.1	69.8	109.4	68.6
(십억달러)	2025	129.0	83.3	128.5	86.7
	2026E	171.5	86.7	182.7	110.4
	2027E	218.1	103.9	216.8	140.8
영업이익률(%)	2024	32.3%	42.4%	44.6%	10.8%
	2025	32.0%	41.4%	45.6%	12.1%
	2026E	39.6%	34.1%	46.5%	13.3%
	2027E	40.1%	34.0%	46.6%	14.8%
당기순이익	2024	117.8	71.1	107.9	69.9
(십억달러)	2025	134.2	84.8	124.0	94.9
	2026E	246.1	90.5	146.9	158.2
	2027E	189.1	100.2	175.6	135.4
순이익률 (%)	2024	33.7%	43.2%	44.0%	11.0%
	2025	33.3%	42.2%	44.0%	13.2%
	2026E	56.8%	35.6%	37.4%	19.1%
	2027E	34.8%	32.8%	37.7%	14.3%
EPS	2024	7.9	24.0	11.8	5.6
(달러)	2025	9.2	29.3	13.7	7.0
	2026E	18.9	35.1	19.8	14.5
	2027E	16.0	38.4	23.5	12.4
P/E (x)	2024	23.9	24.4	37.8	39.0
	2025	33.9	22.5	36.4	33.0
	2026E	18.0	21.1	25.7	17.0
	2027E	21.2	19.2	21.6	19.9
ROE (%)	2024	32.4%	37.3%	37.2%	24.7%
	2025	30.5%	37.8%	33.4%	21.7%
	2026E	60.0%	29.8%	28.5%	26.5%
	2027E	42.8%	24.1%	26.7%	18.4%
ROA (%)	2024	23.1%	24.8%	19.1%	10.5%
	2025	21.6%	23.5%	18.1%	10.5%
	2026E	27.5%	18.7%	17.8%	14.9%
	2027E	17.0%	15.1%	17.5%	10.3%

Source: 다올투자증권

V. 데이터센터의 건설

V-1. 데이터센터 건설의 건설업 영향

국내 데이터센터
투자 계획
2031년까지
최소 10.4GW

앞 장에서 확인한 국내 기업들의 데이터센터 계획 합산치는 최소 10.4GW다(Fig 46, Fig 47). 발표되는 투자금액의 상당부분이 사실은 GPU와 서버 비용이기 때문에, 건설업에 미치는 영향을 분석하기 위해 이를 건설 발주 금액으로 전환하는 과정이 필요하다.

IT용량 기준 건설비
MW당 약 154억원

전환의 기준은 앞서 제시한 1GW 데이터센터 구축비용 분해에 들어 있다(Fig 48, Fig 49). GB200 기준 1GW 구축비용 379억 달러(51조원) 가운데 서버가 56%, 네트워크 인프라가 13%를 차지하는 반면, 건설사의 수주 범위에 해당하는 '시설'은 30%인 114억 달러(15.4조원)다. MW당으로 환산하면 154억원이다.

Fig. 58: 1GW 데이터센터 구축비용 중 건설사 수주 범위

구분	GB200 기준	비중
서버	212억 달러	56%
시설 (건설 수주 범위)	114억 달러	30%
네트워크 인프라	49억 달러	13%
토지·유틸리티	4억 달러	1%
합계	379억 달러 (51조원)	100%

Note: 미국 기준. 시설비 114억 달러 = 15.4조원/GW = 154억원/MW (환율 1,350원), IT용량 기준
Source: Epoch AI, 다올투자증권

실 수주 단가 MW당 약 86억원 또한 알려진 데이터센터의 용량이 수전용량과 IT용량이 혼재되어 있고, Phase 별 발주로 인해 총 용량과 Phase 용량의 구분이 모호한 부분도 혼재되어 있어 단가를 산정하는데 어려움이 존재한다. 당 리서치에서 사업보고서 등을 통해 접근 가능한 현장별 수주금액과 해당 센터의 용량을 기반으로 계산해본 단가는 IT용량 기준 MW당 약 86억원 수준이다. (V-4 참조)

연평균 시장 규모 9.7~17.4조원 따라서 상기 단가와 투자 계획 용량을 사용하여 건설 시장의 크기를 산정하되, 케이스를 몇 가지로 나누어 활용한다. 적용 PUE에 따라 전환율은 변동될 수 있으나, 현재 일반적인 IT: 수전 비율인 65%를 적용해 수전용량 기준으로 환산하면 하단 56억원, 상단 100억원이 된다. 하단은 국내 실계약에서 확인된 IT용량 기준 86억원을, 상단은 향후 AI 데이터센터가 주축이 될 수 있음을 감안해 AI 데이터센터 시설비인 154억원을 적용한 값이다. 이는 당사가 추정하는 AI 데이터센터 Shell & Core 금액 150억원과도 유사한 수준이다. 이를 10.4GW에 적용하면 데이터센터 건설 시장은 연평균 9.7~17.4조원 규모가 될 것으로 추산된다.

Fig. 59: 국내 데이터센터 계획의 건설 물량 환산 (수전용량 10.4GW 기준)

시나리오	적용 단가 (억원/MW, 수전용량 기준)	총 물량	연평균 ('26~'31)	'25년 수주 대비	'25년 기성 대비
하단 국내 실계약 평균	56	58조원	9.7조원	4.7%	6.8%
상단 AI데이터센터 Shell & Core 가정치	100	104조원	17.4조원	8.5%	12.1%

Note: 단가는 IT용량 기준
Source: 다올투자증권

건설수주의
4.7~8.5%
건설기성의
6.8~12.1%

연평균 9.7~17.4조원이라는 숫자는 건설산업 전체 규모와 비교해보면 그 규모가 어느정도인지 체감할 수 있다. 2025년 통계청 기준 국내 건설수주는 205조원이고 데이터센터는 연간 건설수주의 4.7~8.5%에 해당한다. 실제 건설사 실적을 나타내는 기성의 경우 그 비중은 더 높아져 2025년 국내 건설기성 143.5조원의 6.8~12.1%를 차지한다.

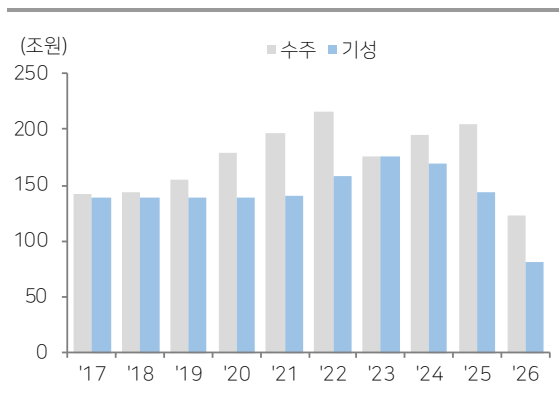
주택 수주 증가에도
기성 회복 더더

국내 건설수주는 2022년 216조원으로 정점을 찍은 뒤 2023년 176.4조원으로 18.3% 급감했다. 이후 2024년 195.4조원으로 반등한 데 이어 2025년에는 205조원까지 회복했다. 반면 건설기성은 2023년 175.7조원에서 2025년 143.5조원까지 줄며 하락세가 이어지고 있다. 최근 정비사업의 활황으로 수주 및 사업권 확보가 이어지고 있지만 정비사업 사업권 확보가 매출화 되는데는 짧아도 2~3년 길게는 10년씩 시간이 필요하다. 주택 수급 불안정으로 주택물량도 증가할 것으로 예상하고 있으나, 일단 공급 부족으로 인한 재고 소진이 선행될 가능성이 높아 시간은 조금 걸릴 것으로 예상된다.

데이터센터,
단기 실적 기여

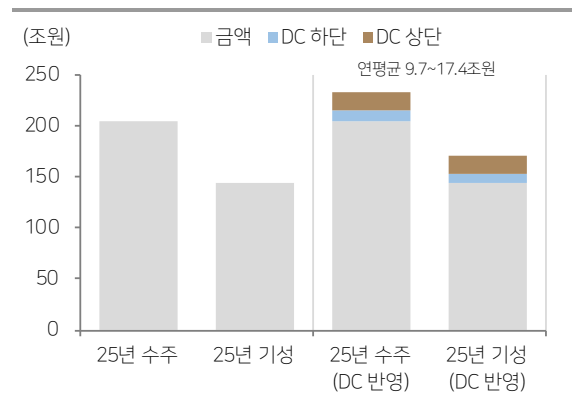
이러한 시점에 지금의 데이터센터 투자 확대는 비어가고 있는 공간을 채워주는 물량으로 작용할 수 있다. 운전자본 회전업인 건설업에서 물량이 끊어지지 않도록 해주는 사업의 존재는 가뭄의 단비 같은 존재다. 고층화로 인해 길어지고 있는 주택 공기에 비해 상대적으로 짧은 데이터센터 공기는 단기 실적에 기여할 수 있는 요인이다. 건설사 입장에서 데이터센터의 실질 기여도는 통계상 비중보다 크게 체감될 가능성이 높다.

Fig. 60: 건설수주, 기성



Note: '26년은 1~7월 합계
Source: 통계청, 다올투자증권

Fig. 61: DC 건설물량의 상대적 크기



Source: 통계청, 다올투자증권

V-2. 단가 편차의 원인: Work Scope 및 입지 특성

Work Scope에 따른
단가의 차이

국내에서 체결된 데이터센터 도급 계약 단가는 편차가 존재하는데, 이는 계약 범위의 차이로 설명할 수 있다. 전체 데이터센터 투자비용은 Shell & Core를 포괄하며 전력, 냉각 설비를 포함한 발주처 기준 총액인 반면, 건설사 도급 계약은 공종과 범위가 프로젝트마다 다르다. 같은 'MW당 단가'라도 Shell인지, Shell & Core인지, 여기에 기본 MEP(Mechanical, Electrical, & Plumbing)만 포함되어 있는지, 또는 테넌트용 MEP까지 포함되어 있는지 등에 따라 상당한 차이가 난다. 최근 수주 현황을 봐도 삼성물산의 말레이시아 데이터센터나 DL이앤씨의 부평 데이터센터는 데이터센터 MEP Fit-out 수주가 별도로 이뤄진 것을 확인할 수 있다.

입지에 따른
(건물 형태의 영향)
단가의 차이

입지별로도 금액과 공기의 차이가 발생한다. 도심지의 경우 굴착 방식의 난이도가 높음에도 불구하고 협소한 지형으로 인해 지하층을 활용하는 경우가 많고, 지상 부도 고층으로 지어진다. 지하 굴착이 늘고 층수가 많아질수록 골조 공사 단가와 공기는 늘어날 수밖에 없다. 반면 지방 또는 부지가 넓은 경우 건물을 넓게 펼칠 수 있고 굳이 지하를 사용할 필요가 없다면 Shell의 비용과 공기가 상대적으로 낮고 짧게 유지될 수 있다. 데이터센터의 스케일에 따라서도 가변적이다. 단일 캠퍼스의 크기에 따라 부속시설들의 구성이 달라질 수 있고 이에 따라 단순 MW당 단가로는 단가가 높게 나타나 MW 단가로 비교하기 어려운 경우가 있다.

V-3. 데이터센터의 기술적 난이도

데이터센터,
건축이지만
MEP가 중요

데이터센터는 건축이지만 일반적인 건축물과 다르다. 건물 자체보다 전력과 냉각의 중요도가 매우 높다. 전체 데이터센터 CapEx에서 MEP가 차지하는 비중은 통상 50~60%에 달하며, 하이퍼스케일 AI 센터는 이를 상회하기도 한다. 발주처가 요구하는 PUE 기준을 맞추지 못하면 입찰하기 어렵다.

고급 MEP엔지니어
대형사에 집중

이를 위해 데이터센터에는 고급 MEP 엔지니어의 투입이 필수적이고, 사업구조 특성상 고급 MEP 엔지니어의 비중은 대형사가 높다. (VI-1 참고) 그 결과 국내 데이터센터 시공은 상당부분 대형사로 압축되어 있다. 현대건설은 2004년 금융결제원 분당센터를 시작으로 KT 목동 IDC, 정부통합전산센터, 네이버 각 세종, 용인 죽전까지 17건, 508MW의 실적을 보유하고 있다. GS건설은 자이씨앤에이를 포함해 안양 에포크, 일산 덕이동, LG U+ 평촌, 파주를 수행중이며, 네이버 각 세종 2, 3차가 순차적으로 공정에 진입한다. 삼성물산은 2020년 국내 최초로 데이터센터 전담팀을 만들었고, 반도체 팹과 HPC센터에서 축적한 초고용량 전력, 공조 경험이 뒷받침되고 있는 것으로 알려졌다. 반대로 대기업 계열사를 제외하고는 중견 건설사의 이름은 거의 등장하지 않는다.

건설사 신용도도
중요

발주처가 대형사를 선호하는 또 다른 이유는 공기뿐 아니라 사후관리 신용도다. 데이터센터는 준공 후 20년간 무정전 운전을 전제로 하는 자산이고, 하자가 발생했을 때 이를 감당할 수 있는 신용도와 조직을 함께 사는 것이기 때문이다.

Fig. 62: 국내 주요 건설사 데이터센터 트랙레코드

건설사	주요 실적
현대건설	17건 508MW 각 세종, 용인 죽전, 부산 MS, 인천 AWS 등
삼성물산	삼성전자 HPC, 용인 덕성, 말레이시아 구글 등
GS건설 (자이씨앤에이 포함)	LG U+ 평촌 메가, LGU+ 파주, 안양 액티스, 일산 등
DL이앤씨 (DL건설 포함)	상암, 가산, 부평, 부천 피치, 부천 삼성AI허브 등
대우건설	엠펙리온 KR1 강남, 장성 파인
SK에코플랜트	인천 부평, 울산 AI DC 등

Note: 현대건설 실적은 자사 발표 기준, Fig 63은 사업보고서와 시장조사기관의 자료로 확인되는 자료로 제한됨
Source: 각 사, 언론보도, 다올투자증권

V-4. 현장별 공정 진행과 매출 인식 시점

데이터센터,
상대적 단납기이나
대형 센터는 장납기

데이터센터의 짧은 공기로 인해 단기 실적 반영 기대감이 있어 이를 확인해보기 위해 기존 사업들의 공정 진행 현황을 살펴본다. 2~3년 정도의 공기를 지닌 현장이 다수인 것이 확인 가능하다. 간혹 4~5년씩 소요된 현장도 존재하는데 대부분 센터의 규모가 큰 경우가 많다. 기본적으로 데이터센터의 공기가 짧은 것은 건물의 스케일이 상대적으로 작아 크리티컬 패스인 골조 영향이 낮기 때문인데 대규모 캠퍼스가 되면 골조 공기 영향이 발생하기 때문으로 해석할 수 있다.

매출은 후반부 집중

공정률 진행 특성을 보면 2~3년 공기 현장의 경우 첫 해에는 매출이 미미하고 2년차에 폭발적으로 늘어나는 것을 볼 수 있다. 이는 MEP 비중이 특히 높은 특성상 골조가 마무리되는 시점에 단가가 비싼 변압기, 발전기, 케이블 등이 집중적으로 설치되기 때문이다. 올해부터 데이터센터 발주가 급격하게 늘어난다 하더라도 향후 1년간 정도는 급격한 매출을 기대하기 보다 2년차를 기대할 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있겠다.

다음 차트들은 사업보고서에 공시된 각사가 수행한, 그리고 수행하고 있는 현장들의 공정 진행 현황이며, 과거 공백과 미래 매출은 당 리서치에서 추정된 부분을 추가한 내용이다. 이를 통해 데이터센터의 매출 인식 패턴을 확인 할 수 있다.

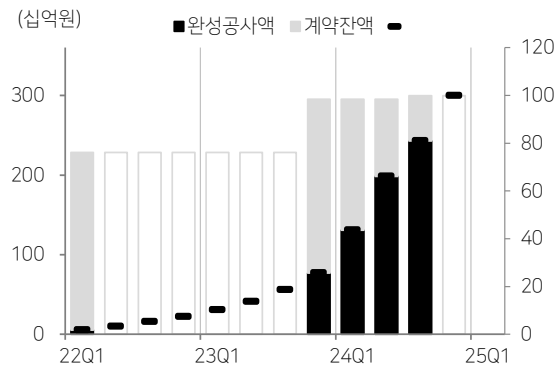
Fig. 63: 건설사별 데이터센터 수행 포트폴리오

프로젝트명	수전용량 (MW)	IT용량 (MW, 수전기반 추정포함)	도급금액 (억원)	단가 (억원/MW, IT용량 기준)	시공사
KT 목동 IDC 1센터	40	<u>26</u>	512	20	현대건설
MS 부산 데이터센터 1호	40	<u>26</u>	519	20	현대건설
국가정보자원관리원 대구센터			647	-	현대건설
네이버 각 세종 1차	47	<u>31</u>	4,712	154	현대건설
엑티스 양평 디토	40	<u>26</u>	2,997	115	현대건설
퍼시픽씨니	100	<u>64</u>	8,595	134	현대건설
MS 부산 데이터센터 2호	45	<u>29</u>	4,363	149	현대건설
케이스퀘어 가산	40	<u>26</u>	1,173	45	현대건설
AWS 인천 가좌		<u>96</u>	2,283	24	현대건설
캄스퀘어 안산	80	<u>52</u>	6,107	117	현대건설
엑티스 팀북투	100	<u>65</u>	7,340	113	현대건설
코람코 시화	40	<u>28</u>	unknown	-	현대건설
퍼시픽 구로 항동	80	<u>52</u>	unknown	-	현대건설
삼성SDS 상암 데이터센터	40	26	1,282	49	삼성물산
SDS춘천센터	20	13	441	34	삼성물산
이지스 하남	40	25	1,749	70	삼성물산
화성HPC센터	114	74	4,314	58	삼성물산
이지스 안산 초치	40	25	2,889	116	삼성물산
용인 덕성	80	56	5,015	90	삼성물산
구글 말레이시아 데이터센터			5,854	-	삼성물산
구글 말레이시아 데이터센터 MEP FIT-out			3,175	-	삼성물산
교보 데이터센터	10	<u>7</u>	120	18	GS건설
하나금융 청라	20	<u>13</u>	1,947	150	GS건설
엑티스 안양 에포크	40	26	2,427	93	GS건설
GS 일산 덕이	20	12	1,783	149	GS건설
LGU+ 메가센터 2차			791	-	GS건설(자이씨앤에이)
LGU+ 평촌 제2센터		24	1,652	69	GS건설(자이씨앤에이)
LGU+ 파주		50	2,500	50	GS건설(자이씨앤에이)
네이버 각 세종 2차, 3차		63	5,259	83	GS건설(자이씨앤에이)
국가정보자원관리원 광주센터			175	-	DL이앤씨
상암 ICN10		12	830	69	DL이앤씨
STT 가산 Seoul1	40	30	1,326	44	DL이앤씨
DCI 가산 SEL1	20	12	1,939	162	DL이앤씨
ESR 부평	80	48	2,134	44	DL이앤씨
ESR 부평 FIT-out			328	-	DL이앤씨
Digital Seoul 2 (ICN11)	80	64	3,694	58	DL이앤씨
KT 가산 아이월	40	26	972	37	DL이앤씨(DL건설)
KT 피치	80	48	2,111	44	DL이앤씨(DL건설)
부천 삼성 AI 허브센터	10	7	1,268	181	DL이앤씨(DL건설)
엠펙리온 강남 KR1	40	30	3,048	102	대우건설
장성 파인 데이터센터	26	17	2,525	151	대우건설
국가정보자원관리원 광주센터			293	-	IPARK현대산업개발
디지털엠티 부평 SEL2		36	3,804	106	SK에코플랜트
디지털엠티 부평 SEL3		60	4,243	71	SK에코플랜트
SK브로드밴드 울산 AI 데이터센터 A동		41	4,169	102	SK에코플랜트
SK브로드밴드 울산 AI 데이터센터		60	5,969	99	SK에코플랜트
다우 용인 클라우드	40	24	3,496	146	포스코이앤씨
에퀴닉스 고양 SL2x	22	12	1,444	120	포스코이앤씨
에퀴닉스 고양 SL3x	40	24	3,067	128	포스코이앤씨
BNK금융그룹IT센터			749	-	롯데건설
롯데정보통신 제4데이터센터	20	13	321	25	롯데건설

Note: 각사 사업보고서 기준 2001~2026 사업보고서 수주내역에서 확인되는 현장, IT Load는 언론 등 시장조사기관 자료 교차확인
정보 수집의 한계로 인해 수전용량과 IT용량이 혼재되어 있을 수 있으며 Phase 별 용량이 구분되지 않은 사례가 포함됨

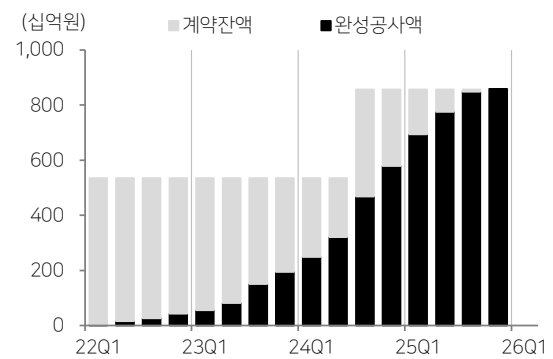
Source: 각사 사업보고서, 언론자료, 다올투자증권

Fig. 64: 현대건설 액티스 양평

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

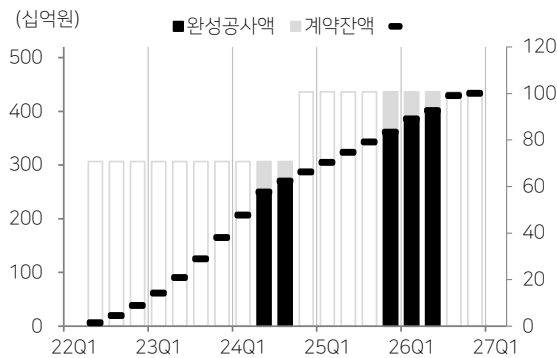
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 65: 현대건설 용인죽전 퍼시픽써니

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

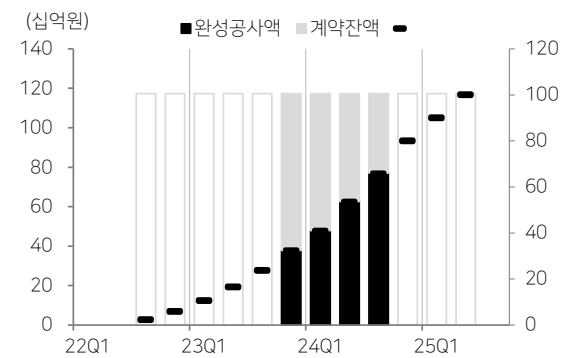
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 66: 현대건설 MS 부산 2호

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

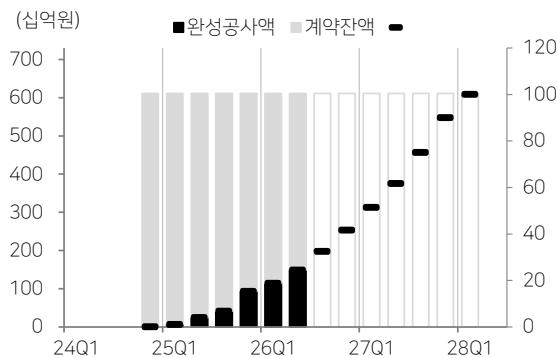
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 67: 현대건설 케이스퀘어 가산

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

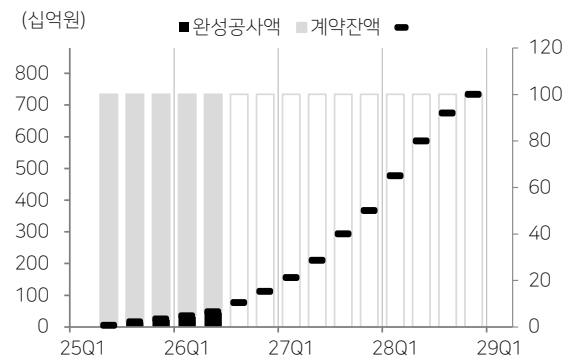
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 68: 현대건설 캄스퀘어 안산

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

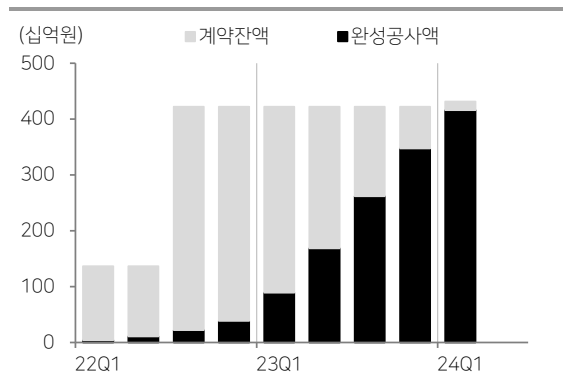
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 69: 현대건설 액티스 팀북투

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

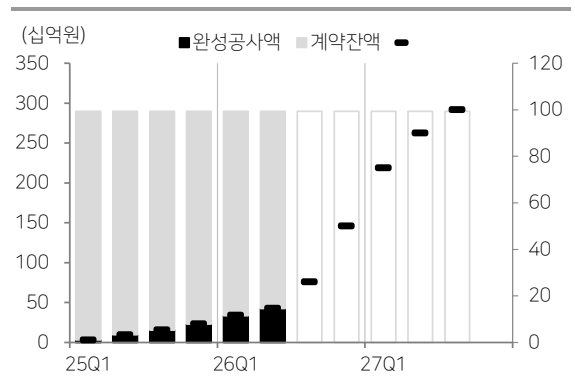
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 70: 삼성물산 화성 HPC센터



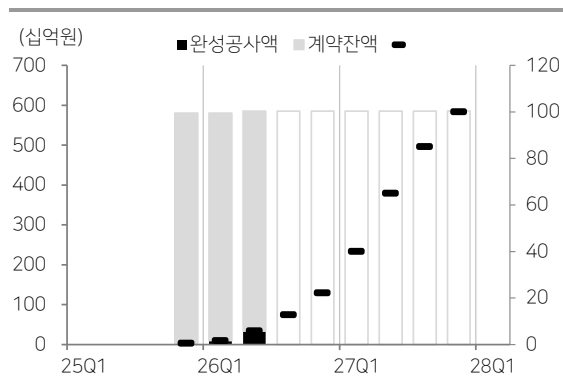
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 71: 삼성물산 이시스 안산 글로벌클라우드



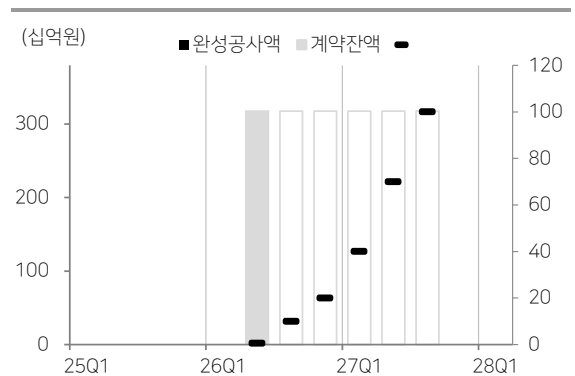
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 72: 삼성물산 말레이시아 구글



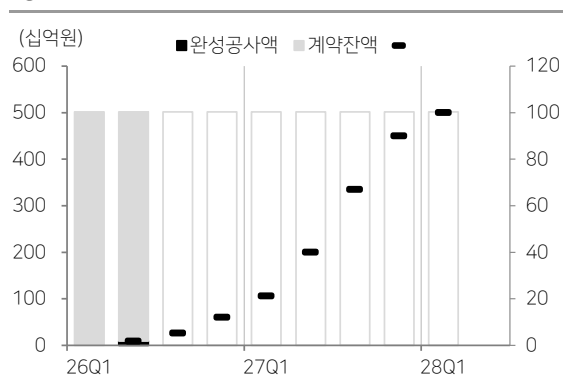
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 73: 삼성물산 말레이시아 구글 MEP Fit-out



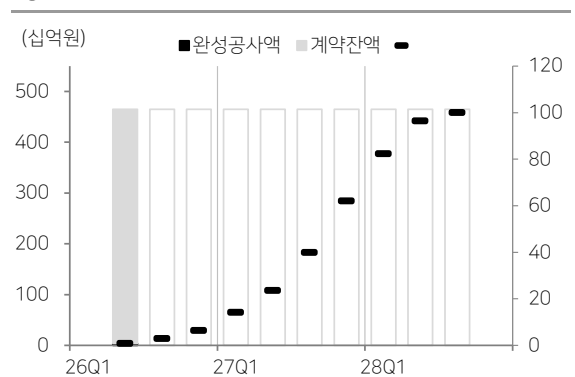
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 74: 삼성물산 용인덕성 IDC



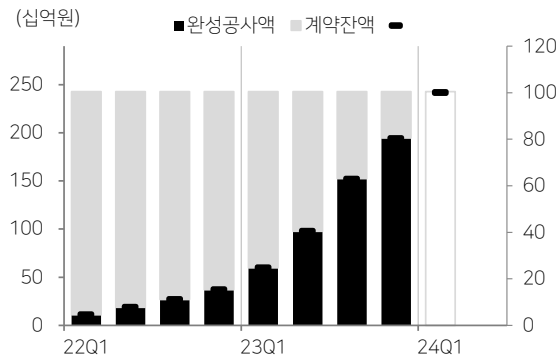
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 75: 삼성물산 국가시컴퓨팅센터



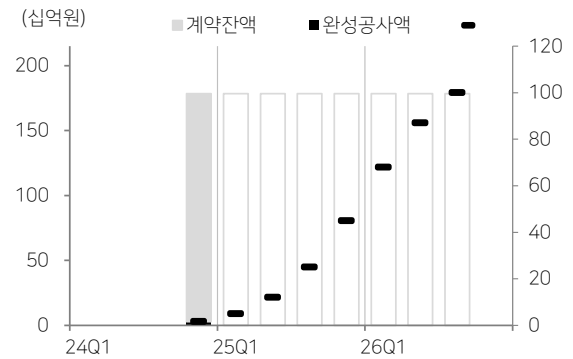
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 76: GS건설 액티스 안양 에포크

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

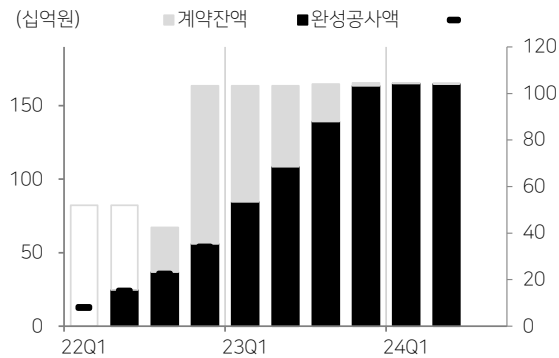
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 77: GS건설 일산 덕이동

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

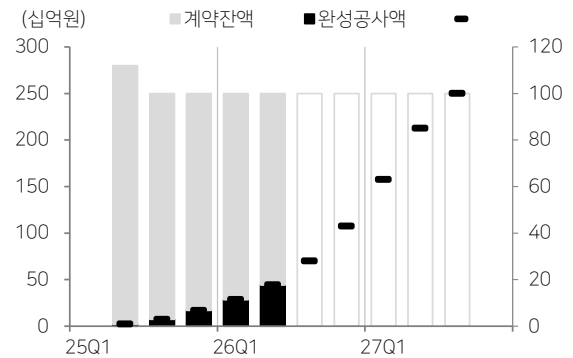
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 78: 자이씨앤에이 LGU+ 평촌 NextIDC

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

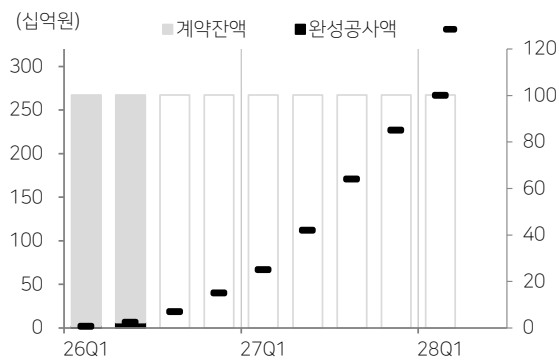
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 79: 자이씨앤에이 LGU+ 파주 1239

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

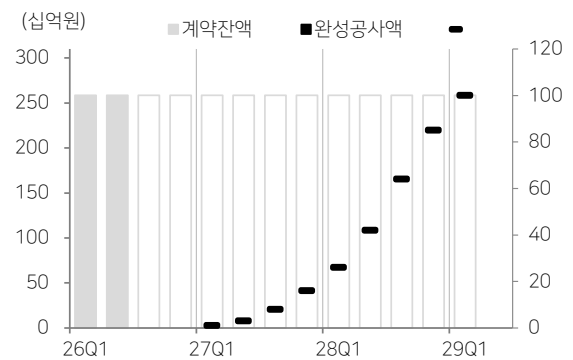
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 80: 자이씨앤에이 네이버 2차

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

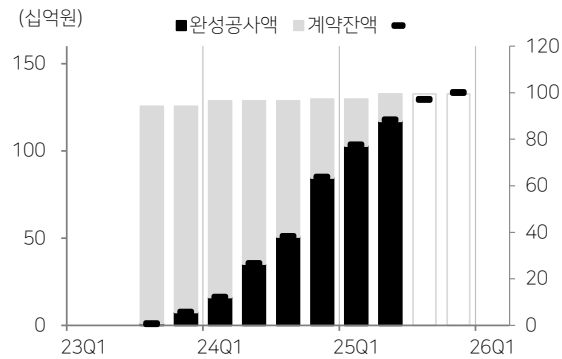
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 81: 자이씨앤에이 네이버 3차

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>

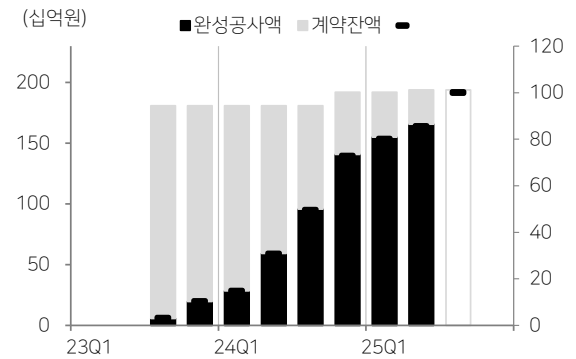
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 82: DL이앤씨 STT 가산 Seoul1



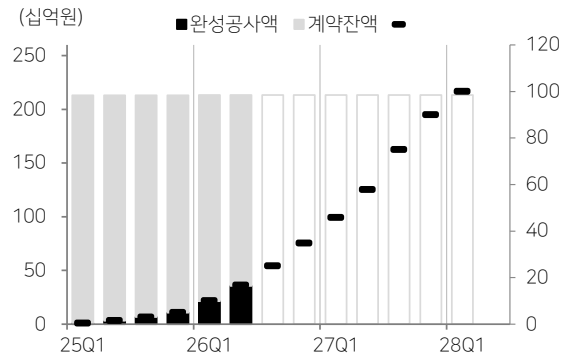
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 83: DL이앤씨 DCI 가산 SEL1



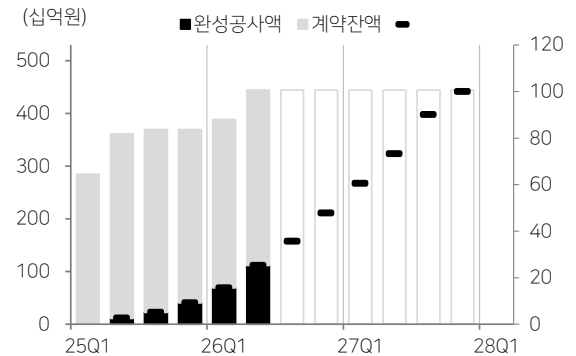
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 84: DL이앤씨 ESR 부평



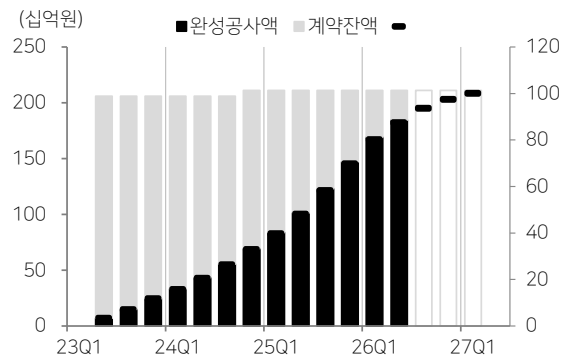
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 85: DL이앤씨 김포 Digital Seoul2 (ICN11)



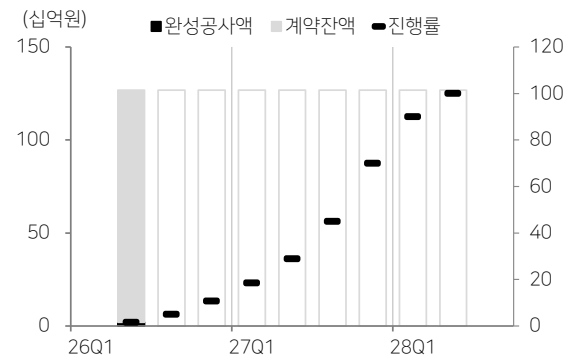
Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 86: DL건설 부천 피치데이터센터

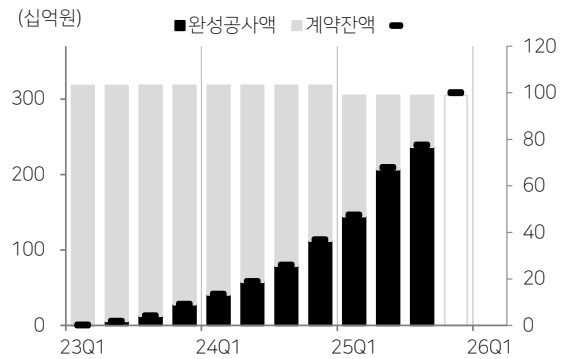


Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

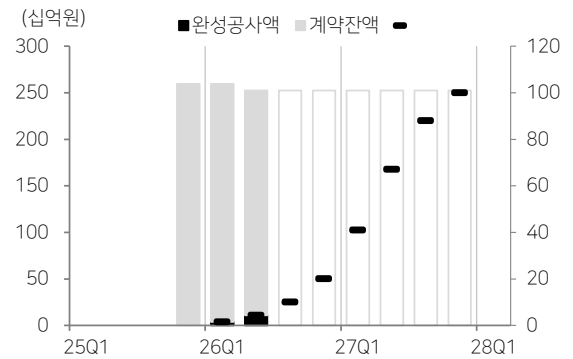
Fig. 87: DL건설 부천 삼성시데이터센터



Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 88: 대우건설 앰피리온 강남 KR1

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
 Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 89: 대우건설 장성 파인

Note: <https://encprojects.vercel.app/dc>
 Source: 사업보고서, 다올투자증권

V-5. 데이터센터 수주의 사별 민감도 수준

데이터센터
사별로 1~2조원 규모
파이 취득 전망

업계에서 진행 중인 데이터센터의 발주 규모가 연평균 9.7~17.4조원에 달할 것으로 추정되는 가운데, 회사별로 약 2~3조원의 데이터센터 파이프라인을 두고 수주를 추진중인 것으로 확인된다. 수행 가능한 건설사가 10여개로 압축되어 있다는 점을 감안하면 합리적인 수준의 수주 전망이며 실제로도 평균적으로 사별로 2조원 전후의 수주가 가능할 것으로 보인다.

다음의 데이터센터 수주 물량은 최근 5년간 (2021~2025년) 사업보고서에서 확인 가능한 사별 현장목록에서 취합한 것으로, 미표기 현장의 누락이 있을 수 있다.

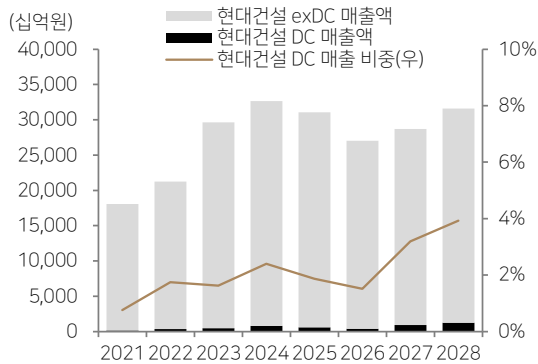
현대건설은 약 3.5조원 규모의 데이터센터 사업을 수주한 것으로 보이며, 특히 용인 퍼시픽써니, 텀북투 등 대형 센터 수주 경험이 풍부하다. 최근에는 포항 AI 데이터센터를 수주한 바 있다. 이에 연 2조원 정도의 수주는 가능할 것으로 보인다.

삼성물산은 약 1.5조원의 수주 기록을 확인할 수 있다. 특징적인 부분은 말레이시아에서 글로벌 하이퍼스케일러로부터의 수주를 했다는 점이다. 금번 자료의 포인트가 국내 데이터센터 투자 수혜이기는 하나, 글로벌리 데이터센터 수요가 강한 상황에서 좋은 트랙 레코드가 형성될 것으로 보인다. 마찬가지로 연 2조원 가량의 수주가 가능할 것으로 판단된다.

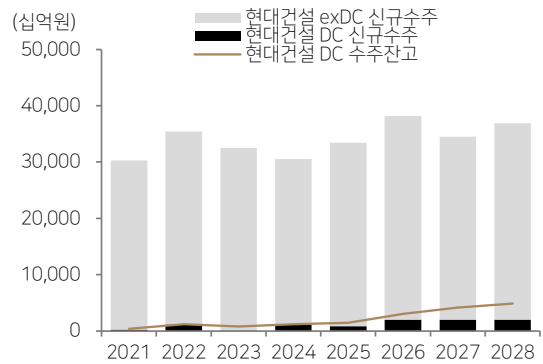
GS건설은 손자회사 자이씨엔에이를 포함, 약 1조원 가량의 수주 기록이 확인된다. 자이씨엔에이는 Captive 사업 (LG U플러스, LG CNS) 위주에서 벗어나 최근 네이버로부터 수주를 하며 고객군을 확장중이다. 자회사를 포함 연 2조원 가량의 수주가 가능할 것으로 보이며, GS그룹의 동해 데이터센터 투자 속도에 따라 추가적인 상방이 열릴 수 있을 것으로 판단된다.

DL이앤씨도 자회사인 DL건설을 포함 약 1.5조원의 수주가 확인된다. 고객의 저변이 넓고 다수의 중규모 센터를 수주한 바 있다. 연 1~2조원의 수주가 기대된다.

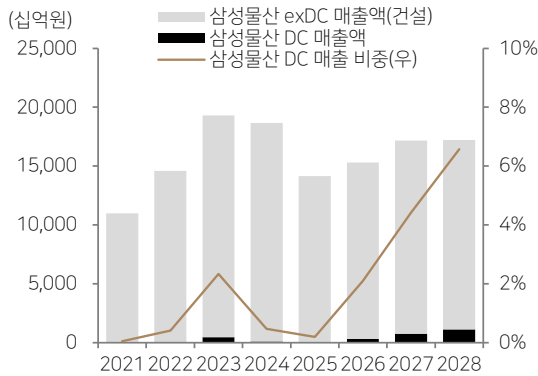
대우건설은 약 0.5조원의 수주가 확인된다. 아직 동종 타사에 비해 상대적으로 데이터센터 익스포저는 낮은편이나, 최근 조직을 정비하고 드라이브를 걸고 있어 연 1조원 내외의 수주를 기대한다.

Fig. 90: 현대건설 DC 매출액 및 비중

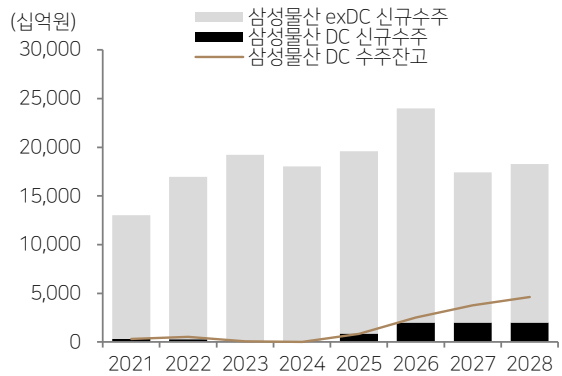
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 91: 현대건설 DC 신규수주 및 수주잔고

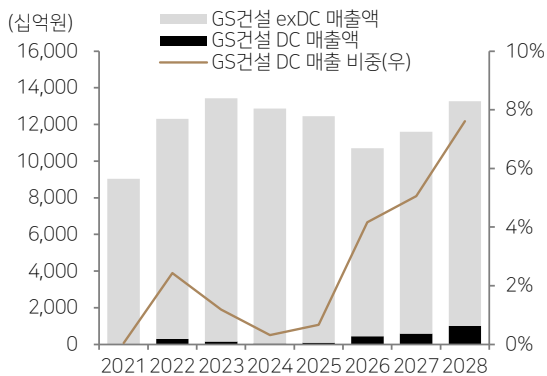
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 92: 삼성물산 DC 매출액 및 비중

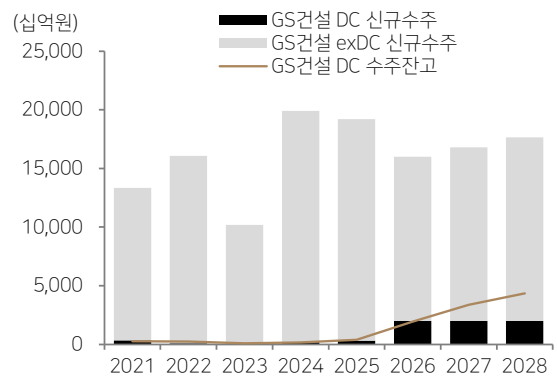
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 93: 삼성물산 DC 신규수주 및 수주잔고

Source: 사업보고서, 다올투자증권

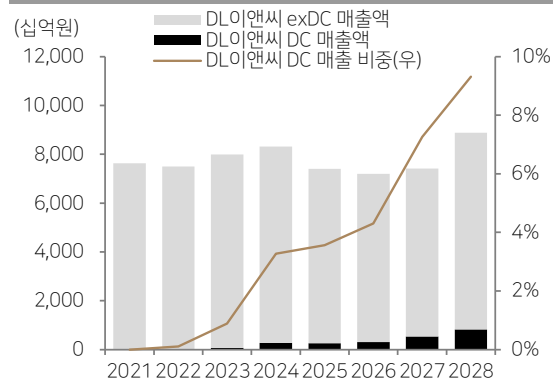
Fig. 94: GS건설 DC 매출액 및 비중

Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 95: GS건설 DC 신규수주 및 수주잔고

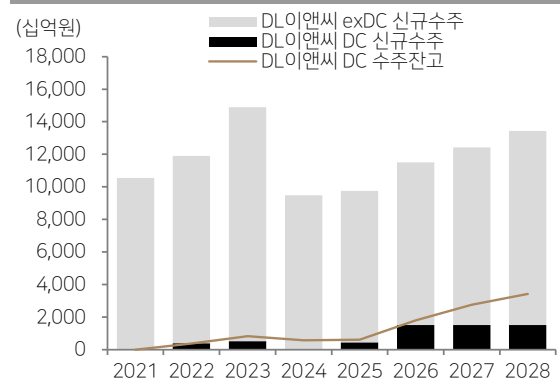
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 96: DL이앤씨 DC 매출액 및 비중



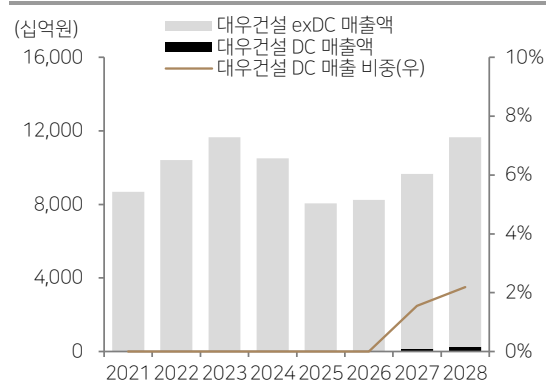
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 97: DL이앤씨 DC 신규수주 및 수주잔고



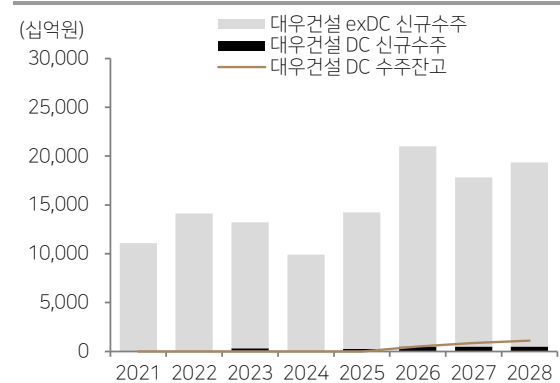
Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 98: 대우건설 DC 매출액 및 비중



Source: 사업보고서, 다올투자증권

Fig. 99: 대우건설 DC 신규수주 및 수주잔고



Source: 사업보고서, 다올투자증권

VI. 리소스의 제약

VI-1. MEP 엔지니어

MEP 엔지니어 중요	데이터센터에서 공사의 성패를 가르는 것은 MEP다. AI 서버가 고밀도화하면서 랙당 전력밀도가 기존 30kW 수준에서 100kW+로 올라갔고, 전력 분배, 냉각 루프, 비상발전기 연동, 제어 시스템 통합 난이도가 함께 높아졌다. 액체냉각 전환이 진행되면서 설계와 커미셔닝의 난이도도 상승하고 있다. 또한 MEP 엔지니어는 CapEx 단계뿐 아니라 OpEx 단계에서도 그 수요가 유지된다.
단기 공급 어려움 양성에 시간 소요	문제는 이 인력이 단기간에 공급되지 않는다는 점이다. 미국의 경우 200MW 이상 프로젝트 경험을 보유한 MEP 수석 엔지니어는 채용에만 6~12개월이 소요되고 양성에는 10년 이상이 필요하여, 단기대체가 불가능하다고 알려지고 있다. 커미셔닝 에이전트는 연봉 \$85K~\$124K를 제시해도 충원이 쉽지 않다고 한다.
한국도 인력난 인력 확보 변수	한국도 정확한 정보는 없지만 데이터센터 투자가 본격화되면 유사한 상황이 발생할 가능성이 있다. 한전 관계자는 2026년 2월 인터뷰에서 송전 전기원 등 숙련 인력이 자칫 보유자 대비 실제 현장 투입 인원이 적고 고령화까지 겹쳐 인력난이 현실화됐다고 밝혔다. 한전은 이미 외국인 숙련 전기공 도입을 검토 중이다. 운영 인력 문제도 있다. 고급 MEP 엔지니어는 수도권 생활을 선호해, 서울지역 데이터센터 근무 인원을 경기도권으로 배치하려고만 해도 상당한 반발에 직면한다는 것이 운영사들의 공통된 언급이다. 비수도권 이전이 불가피한 상황에서 인력 확보는 입지 선정만큼 중요한 변수가 된다.

Fig. 100: 미국의 AI 데이터센터 인력 유형별 부족 현황

인력 유형	부족 현황	양성 기간	대체 가능성
MEP 수석 엔지니어	채용 6~12개월 소요, 200MW+ 경험 보유자 희귀	10년 이상	사실상 불가
커미셔닝 에이전트	연봉 \$85K~\$124K에도 미충원	3~5년	불가
전기 숙련공	\$120K~\$150K에도 부족	4~6년	일부 가능
고전압 기술자	\$90K~\$130K에도 부족	3~4년	제한적
AI Ops 엔지니어	연봉 \$160K~\$350K에도 부족	시장 형성 초기	단기 불가

Note: 전체 DC CapEx 중 MEP 비중은 통상 50~60%, 하이퍼스케일 AI 센터는 이를 상회
Source: 산업 자료, 다올투자증권

VI-2. 조직적 대응

DC는 건축,
MEP 주력은 플랜트

건설사에서 MEP 엔지니어는 전통적으로 플랜트에 몸담고 있는 비중이 높다. 발전소, 정유/석유화학 공장은 MEP가 주력이기 때문이다. 반면 데이터센터는 외피가 있는 건물이라는 특성 때문에 건축으로 분류되어 건축에서 수주, 시공해 왔다. AI 시대를 맞아 데이터센터, 발전, 송전 등의 투자가 늘어날수록 이러한 경계가 모호해지고 융합적으로 대응할 필요가 생긴다.

대형사 일제히
조직개편 착수

2026년 들어 대형 건설사들이 이 경계를 허무는 움직임이 관찰되고 있다. 현대건설은 데이터센터를 건축주택사업본부에 두면서도, AI 데이터센터의 전력 수요를 감안해 플랜트사업본부 산하에 발전사업 전담조직 신설을 검토하고 있다. 데이터센터를 에너지 인프라로 보고 접근하고 있다. GS는 그룹 차원에서 GS AI인프라를 신설해 GS건설(시공), GS EPS, E&R(발전), GS칼텍스(냉각)를 묶었다. 대우건설은 데이터센터 TFT의 목표에 MEP 전문인력 육성을 명시했다. SK에코플랜트는 8월 13일 AI DC사업단을 신설한 데 이어 8월 27일 엔지니어링 자회사인 SK에코엔지니어링을 흡수합병한다고 발표했다. 설계와 시공의 조직 경계를 없애 반도체, AI EPC 경쟁력을 높이겠다는 것이다.

단기 인력 부족 대응

대부분 대형사가 거의 같은 시기에 같은 방향으로 움직였다는 사실 자체가, 현재 역량이 부족하다는 업계의 자기 진단이라고 볼 수도 있다. 다만 조직도를 바꾸는 속도가 인력을 재배치하고 양성하는 속도보다 빠를 수 있다는 점에서 장기적인 인력 확충 전까지 즉각 대응하기 위한 움직임으로 보인다.

Fig. 101: 주요 건설사의 데이터센터 조직 재편 (2026년)

건설사	조직 개편	시점
현대건설	글로벌데이터센터팀 + 플랜트본부 발전사업 전담조직 신설 검토	2026
삼성물산	2020년 국내 최초 DC 전담팀 (영업·설계·조달·시공·운영)	2020~
GS그룹	GS AI인프라 신설 (GS건설 + GS EPS, E&R + GS칼텍스)	2026.06
대우건설	데이터센터 TFT 신설, MEP 전문인력 육성 명시	2026.04
SK에코플랜트	AI DC사업단 신설 → SK에코엔지니어링 흡수합병 (설계·시공 통합)	2026.08

Source: 각 사, 언론보도, 다올투자증권

플랜트 등 인력
재배치 가능
과거 사례 존재

물량이 단기에 급증하고 있어 단계적 인력 육성에는 제약이 따른다. 대형 건설사의 경우 플랜트 사업부 등에 다수의 고급 MEP 엔지니어가 포진해 있어 사측의 전략적 대응에 따른 기민한 대응을 기대해볼 수 도 있다. 과거 주택이 불황이고 플랜트가 호황이던 시절 상대적으로 인력 여유가 있었던 건축 주택 사업부 등에서 플랜트 사업부로 인력 재배치가 발생했던 사례가 있다.

발전 송배전과
인력 경합 이슈 존재

다만 현재의 시장 상황상 고급 MEP 엔지니어는 마찬가지로 수요가 크게 증가하고 있는 발전 및 송배전에서도 공급이 타이트 하거나 해질 수 있는 상황이다. 아이러니하게도 어떤 사업 수주에 드라이브를 거냐에 따라 사내의 인력 배치 전략이 달라질 것으로 예상된다.

VII. 투자 전략 및 투자 의견

VII-1. 수익성의 원천은 협상 우위

수익성은
협상 우위에서

건설업에서 수익성을 결정하는 가장 중요한 포인트는 협상력이다. 같은 공사라도 발주처가 아쉬운 쪽이면 마진이 남기 쉽고, 건설사가 아쉬운 쪽이면 남기기 어렵다. 특정 공종에 대한 기술력도, 진입장벽도 결국 가격 협상력에 영향을 미친다.

정비사업
협상력 강화로
수익성 개선

이 점에서 참고할 만한 것이 최근 정비사업의 변화다. 과거 정비사업은 수주 경쟁이 치열해 마진이 박한 사업이었다. 지금은 다르다. 노후 주택 비중이 매우 빠르게 커지면서 정비사업 발주가 크게 늘어나고 있지만 건설사들은 주택사업의 잠재 리스크, 충분한 수주잔고를 고려, 상대적으로 수주에 소극적이다. 이러다 보니 유찰에 이은 수익계약이 흔해지고, 조합은 높아진 공사비를 받아들일 수 밖에 없는 환경이 조성되고 있다. 경쟁을 유도하기 위해서 더 많은 건설사를 입찰전으로 유인해야 함에도 불구하고, 대형 브랜드를 가지고 싶은 조합원의 소비욕구로 인해 입찰 조건이 더욱 까다로워져 입찰 가능한 건설사가 제한되는 형국이다.

주택 수익률
동반 상승

그 결과 건설사들의 주택 사업 마진이 시장 기대치보다 높은 상태를 유지하는 상황이 지속되고 있다. 간헐적으로 과거 사업의 부실이 발생하는 경우를 제외하면 건설사들의 주택 마진은 과거 고점 수준까지 회복해 있다.

DC 협상력은?

데이터센터에도 같은 질문을 던져야 한다. 발주처는 네이버, SK, 자산운용사 같은 전문 기업이다. 조합처럼 정보 비대칭에 놓여 있거나, 좋은 브랜드를 소비하고 싶은 소비자가 아니다. 그렇다면 건설사의 협상력은 어디서 나오는가?

VII-2. 물량 증가 속도가 공급 능력 확충 속도를 추월

공급능력 제한이
협상력 원천

협상력을 유지시킬 수 있는 방법은 다양하나, 데이터센터의 케이스에 있어 협상력 유지 조건은 공급 능력의 제약에서 발생한다. 정비사업에서 건설사가 유리해진 이유는 조합이 순진해서가 아니라, 사업 물량은 크게 늘어났는데도 그 사업을 맡기고 싶은 회사가 늘지 않고 있기 때문이다. 데이터센터에서도 유사한 조건이 형성되고 있다.

검증된 기술력과
리소스 수급 능력을
요구

국가 주도의 데이터센터 투자로 데이터센터 물량이 급격하게 늘어나고 있다. 그럼에도 발주자가 PUE 기준을 충족시킬 수 있는 검증된 기술력을 원하고, 리소스가 제한될 수 있는 환경에서 리소스 수급이 원활한 시장 지배력과 자본력을 선호하며, 자금조달 및 운영을 고려했을 때 적기 시공 신뢰도, 신용도와 하자보수 대응력이 확인된 업체를 원하고 있다.

VII-3. 리스크 요인

호황 뒤 공급과잉 유의	전방산업의 호황은 구조적으로 과잉 공급을 유도하고 사이클의 후반부에서 해당 과잉 공급 물량을 공급하던 건설사들의 손실로 이어졌던 것을 기억할 필요가 있다. 주택은 늘 그러한 사이클을 반복했고, 물류창고가 그러했으며, 지식산업센터의 영향은 아직까지 이어지고 있다. 다만 지금은 사이클 상승의 초입이기 때문에 상기 리스크를 계산에 반영하는 것은 아직 이르다고 생각한다.
발주자 자금조달 능력 중요	결국 데이터센터도 투자 상품이고 수요-공급의 논리를 따른다. 착공은 자금의 조달에 영향을 받고 대금의 회수는 발주자의 상품 판매 성공에 달려 있다. 데이터센터 공급 부족으로 인해 선임차가 지속되는 환경에서는 아직 고민할 필요가 없지만, 그럼에도 불구하고 실제 수주는 발주자의 자금조달능력에 영향을 받을 것이다. 따라서 대기업 중심으로 강력한 발주의지를 보이고 있고 자금 동원력에 문제가 없는 사업자 중심의 발주가 우선될 것으로 보이고, 해당 사업의 수주 리스크가 상대적으로 낮다고 볼 수 있겠다.
산업 업황 양호해도 개별 사업장 부실화 케이스 존재	개별 사업장 단위의 리스크도 존재한다. 구로 개봉동 데이터센터의 경우 시행법인이 브릿지론 만기 도래 후 본PF 전환에 실패하면서 사업이 중단됐고, 캠프 PF 정상화 펀드 자금이 투입되며 대주주가 교체되는 과정에서 시공사 또한 변경됐다. 해당 현장은 기존 시공사가 자금 대여와 채무인수를 통해 신용을 보강했던 사업장이다. 데이터센터는 착공 전 매입확약을 맺어줄 투자자 확보가 선행되어야 본PF 조달이 가능한 구조이므로, 수주가 곧 매출로 이어진다고 보기 어려운 경우가 존재한다. 발주처의 자금조달 능력을 확인해야 하는 이유다.

VII-4. 건설 투자 의견 Overweight

연평균 수주의 4.7~8.5%, 기성의 6.8~12.1% 달하는 대규모 물량	정부와 대기업이 전략적 투자에 나서면서 데이터센터 발주 증가는 분명해졌다. 10.4GW를 건설 물량으로 환산하면 연평균 9.7~17.4조원 이다. 2025년 국내 건설 수주의 4.7~8.5%, 건설기성 기준으로는 6.8~12.1%에 해당한다. 늘어나는 주택 수주에도 불구하고 기성이 빠지는 구간에서 단기에 매출화가 가능한 데이터센터의 물량 증가는 건설업에 가뭄의 단비가 될 수 있다.
리소스 부족은 협상력 유지 요인	반면 공급 능력은 빠듯하다. PUE 기준을 맞출 수 있는 시공사는 제한적이고, 고급 MEP 엔지니어는 부족하다. 그러나 건설업 입장에서 이는 악재가 아니다. 리소스의 제한은 건설사의 협상력이 올라간다는 뜻이기 때문이다. 사업을 원하는 정비사업 조합의 수가 급증하며 건설사가 사업장을 고를 수 있는 환경이 되자 수의 계약이 늘고 원가율이 개선되고 있다. 공급 능력 확보의 제약은 건설사의 협상력을 유지시키는 요인이다.
적정 마진을 유지할 수 있는 물량 증가	따라서 AI가 촉발시킨 데이터센터 물량 증가는 건설업에 물량뿐 아니라 적정 수익성을 유지할 수 있는 환경을 만들어준다. 물량 확대는 정부의 의지와 대기업의 재무여력으로 뒷받침되고, 가격전가력은 공급 제약이라는 구조로 뒷받침된다.
건설업 Overweight 업종전체에 유리	건설업종 투자의견 Overweight를 유지한다. 데이터센터 물량 증가는 대형건설사 전체에 고르게 긍정적으로 작용할 것으로 예상한다. 데이터센터 건설 역량과 트랙레코드를 보유하고 있는 대부분의 대형 건설사가 수혜를 입을 것이다. 현대건설이 데이터센터 트랙레코드가 가장 풍부하나 전사 매출이 커서, 데이터센터가 차지하는 비중이 상대적으로 낮고 현재 회사의 포커스가 발전에 집중되어 있다고 판단한다. 현재의 정부, 대기업 중심 발주 스킴과 맞닿아 있어 안정적 수주물량 확보가 기대되는 GS건설(GS그룹 동해, LG그룹 투자), 삼성물산(삼성 SDS 투자)을 관심종목으로 추천한다.
데이터센터 관련 추천종목 GS건설 삼성물산	

이 페이지는 편집상 공백입니다.

VIII. 종목별 투자의견

NAVER (035420) *_Top-Pick*

삼성에스디에스 (018260)

LG씨엔에스 (064400)

GS건설 (006360) *_Top-Pick*

삼성물산 (028260)



NAVER

(035420)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	400,000	400,000	유지

Earnings

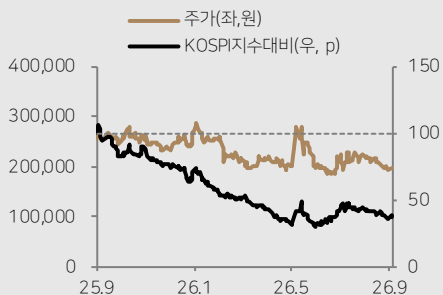
Stock Information

현재가 (9/30)	193,700원
예상 주가상승률	106.5%
시가총액	294,607억원
비중(KOSPI내)	0.52%
발행주식수	152,094천주
52주 최저가 / 최고가	183,200 - 287,000원
3개월 일평균거래대금	2,021억원
외국인 지분율	35.8%
주요주주지분율(%)	
국민연금공단 (외 1인)	8.5
BlackRock Fund Advisors (외 15인)	7.3
이해진 (외 1인)	4.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	19.5	17.7	14.1
PBR(배)	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	11.3	9.2	7.0
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(12.2)	(6.4)	(27.9)	(20.1)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(12.9)	(36.0)	(127.5)	(82.4)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

머지 않을 AIDC 매출

Issue

AI 데이터센터 매출 가시화 긍정적

Pitch

2027년부터 반영되는 AI 데이터센터 매출 성장을 긍정적으로 판단하며 투자의견 BUY, 적정주가 400,000원 유지

Rationale

- 2027년 매출액 16조 3,380억원(+19.7% YoY), 영업이익 2조 4,700억원(+28.6% YoY)으로 추정
- [엔터프라이즈] 2027년 매출액 2조 1,946억원(+239.9% YoY)으로 추정. 동사는 2026년 6월 AI 데이터센터 사업을 발표하고 2027년부터 매출 창출이 가능하도록 구축 중. 빠르면 1Q27부터 매출이 반영될 전망
- 6월 당시 발표에서 단일 고객의 장기 계약을 언급하였으나 AI 데이터센터 수요 급증 및 GPU 임차 비용 상승으로 단기 계약과 여타 고객과의 계약도 고려 중인 것으로 파악. 단기 계약 비중이 커진다면 이익률에 긍정적이며, 매출 초기부터 10% 이상의 이익률 전망
- 2H26은 NPay 단말기 보급 및 배송 프로모션 증가로 이익이 1H26 대비 하락하겠으나 오프라인 데이터 확보 및 커머스 경쟁력 강화를 위해서 필요한 비용이라고 판단
- 2028년까지 AI 데이터센터 매출이 빠르게 성장하고 이익에 기여할 전망이기 때문에 인터넷 산업 Top-Pick으로 제시하며 매수 추천

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,220	9,671	10,738	12,035	13,651	16,338	20,680
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,208	1,921	2,470	2,958
EBITDA	1,866	2,071	2,653	2,953	2,751	3,383	3,962
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,953	1,718	2,161	2,530
순차입금	38	(424)	(3,387)	(4,683)	(4,258)	(5,815)	(8,118)
매출증가율	20.6	17.6	11.0	12.1	13.4	19.7	26.6
영업이익률	15.9	15.4	18.4	18.3	14.1	15.1	14.3
지배순이익률	9.2	10.5	17.9	16.2	12.6	13.2	12.2
EPS증가율	(95.4)	34.5	94.7	2.6	(12.1)	25.8	17.0
ROE	2.9	4.3	7.9	6.9	6.0	7.0	7.7

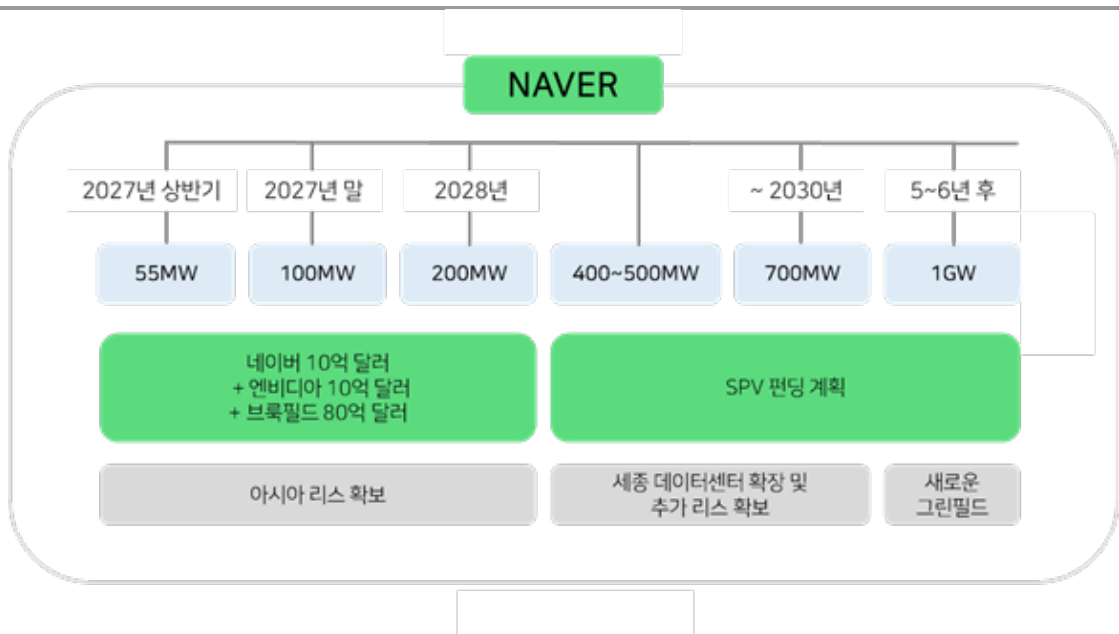
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

투자포인트: 매출화 시점이 다가온다

네이버는 자체 데이터센터인 '각 세종'뿐만 아니라 죽전, 삼송 등의 지역에 상면을 임차하고 AI 데이터센터 사업을 본격적으로 추진하고 있다. 2027년 상반기까지 55MW를, 2028년까지는 200MW 구축이 목표이기 때문에 2028년까지 데이터센터 매출 성장의 속도는 빠를 전망이다. 또한 AI 데이터센터 사업을 발표했던 6월에는 단일 고객과 장기 계약을 언급하였으나, 현재 GPU 수요 증가로 GPU 임차 비용이 상승하고 있다. 따라서 단기 계약이 포함될 수 있으며 이 경우 더 높은 수익성을 기대할 수 있다.

빠르면 1Q27부터 매출이 시작되기 때문에 이 시점부터 모멘텀이 본격적으로 시작될 수 있다고 판단한다. 현재로부터 매출 발생까지의 시차가 있지만 동사의 B2B 신사업 진출, 외부 투자를 통한 리스크 관리를 긍정적으로 평가하며 매수를 추천한다.

Fig. 102: 네이버의 AI 데이터센터 타임라인



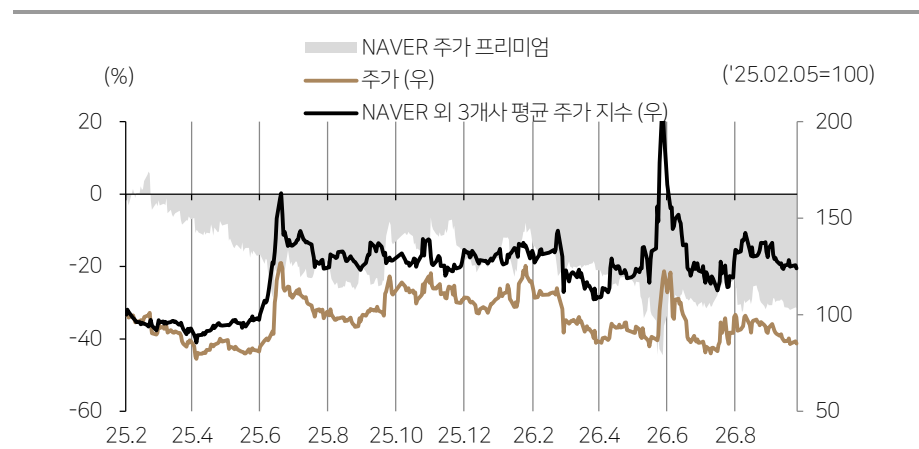
Source: 다올투자증권

Fig. 103: NAVER Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	2,161.4	1Q27~4Q27
보통주	(천 주)	156,853	
EPS	(원)	13,780	1Q27~4Q27
적정 P/E	(배)	29.0	4년 평균 P/E에 30% 할증 AI 팩토리 신규 사업 기대감 반영
적정 주가	(원)	400,000	반올림 적용
현재 주가 (9/30)	(원)	193,700	
상승 여력	(%)	106.5%	

Source: 다올투자증권

Fig. 104: NAVER 주가 프리미엄/디스카운트



Note: 3개사는 카카오, 삼성에스디에스, LG씨엔에스

Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 105: NAVER 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,786.8	2,915.1	3,138.1	3,195.1	3,241.1	3,388.8	3,490.0	3,531.6	12,035.0	13,651.4	16,338.0
네이버 플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,902.2	1,931.4	1,979.7	6,964.7	7,653.1	8,326.8
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,447.2	1,476.1	1,505.7	5,436.2	5,823.5	6,327.2
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	455.0	455.3	474.0	1,528.5	1,829.6	1,999.6
파이낸셜 플랫폼	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	470.7	490.1	510.4	1,668.2	1,930.8	2,172.2
글로벌 도전	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	1,015.9	1,068.4	1,041.6	3,402.1	4,067.5	5,838.9
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	397.9	402.2	418.3	986.5	1,569.5	1,793.4
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	464.3	499.0	449.1	1,851.3	1,852.5	1,850.9
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	153.7	167.2	174.2	564.2	645.6	2,194.6
매출 y/y growth	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	11.2%	10.5%	12.1%	13.4%	19.7%
네이버 플랫폼	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	12.3%	6.3%	7.0%	13.5%	9.9%	8.8%
광고	9.8%	8.3%	10.9%	7.1%	9.3%	7.5%	5.6%	6.4%	9.0%	7.1%	8.7%
서비스	33.7%	31.7%	49.0%	21.3%	35.6%	31.3%	8.8%	9.0%	33.1%	19.7%	9.3%
파이낸셜 플랫폼	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	16.0%	14.7%	13.8%	12.2%	15.7%	12.5%
글로벌 도전	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	24.4%	19.5%	16.2%	9.3%	19.6%	43.5%
C2C	4.2%	11.6%	28.9%	33.5%	57.7%	74.9%	60.5%	46.4%	19.4%	59.1%	14.3%
콘텐츠	0.7%	10.6%	7.9%	-1.9%	-1.4%	0.5%	0.2%	0.9%	4.2%	0.1%	-0.1%
엔터프라이즈	12.9%	6.6%	5.3%	16.5%	18.8%	21.3%	15.1%	5.2%	10.4%	14.4%	239.9%
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,584.4	2,699.3	2,868.4	3,053.9	3,108.8	9,826.9	11,730.4	13,867.9
인건비	573.9	583.3	632.2	635.7	649.8	672.2	685.7	699.4	2,425.1	2,707.1	2,904.0
파트너	990.9	1,030.2	1,114.1	1,129.8	1,188.0	1,256.8	1,340.2	1,352.6	4,265.0	5,137.5	6,512.8
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	250.8	219.8	259.4	272.4	810.9	1,002.4	1,145.1
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	511.7	604.9	663.1	671.0	1,920.3	2,450.7	2,851.6
개발/운영 비용 기타	97.2	99.8	100.5	108.0	99.1	114.6	105.6	113.4	405.6	432.8	454.4
% of Revenue	81.9%	82.1%	81.8%	80.9%	83.3%	84.6%	87.5%	88.0%	81.7%	85.9%	84.9%
y/y growth (%)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	19.8%	18.9%	20.3%	12.2%	19.4%	18.2%
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	520.3	436.1	422.8	2,208.1	1,920.9	2,470.0
OPM (%)	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	12.5%	12.0%	18.3%	14.1%	15.1%
y/y growth (%)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-23.6%	-30.8%	12%	-13.0%	28.6%
영업외손익	75	162	286	-311	-148	382	67	27	212	327	388
세전이익	580	684	857	300	393	902	503	449	2,420	2,248	2,858
당기순이익	424	497	735	163	291	704	387	346	1,819	1,729	2,172
NIM (%)	15.2%	17.1%	23.4%	5.1%	9.0%	20.8%	11.1%	9.8%	15.1%	12.7%	13.3%
지배주주순이익	424.8	488.8	726.4	313.2	285.3	698.6	384.3	349.4	1,953.2	1,717.6	2,161.4
NIM (지배주주, %)	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	20.6%	11.0%	9.9%	16.2%	12.6%	13.2%

Note 1: AI 데이터센터 매출은 엔터프라이즈 사업 부문에 반영

Note 2: 두나무 연결 편입 제외 추정치

Source: 다올투자증권

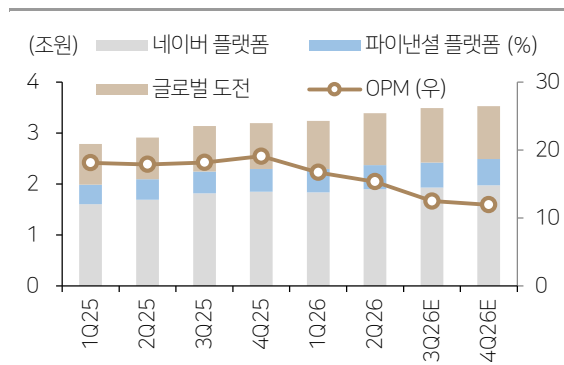
Fig. 106: NAVER 실적 추정치 변경 내역

(십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2026.09	2026.12	2027.03	2027.06	2026.09	2026.12	2027.03	2027.06	2026.09	2026.12	2027.03	2027.06
매출액	3,541.1	3,584.4	3,559.7	3,902.4	3,490.0	3,531.6	3,732.7	3,948.1	(1.4)	(1.5)	4.9	1.2
영업이익	558.6	547.1	573.9	596.9	436.1	422.8	625.3	558.6	(21.9)	(22.7)	9.0	(6.4)
OPM(%)	15.8	15.3	16.1	15.3	12.5	12.0	16.8	14.1	(3.3)	(3.3)	0.6	(1.1)
지배주주순이익	477.9	446.1	517.2	523.6	384.3	349.4	565.6	504.2	(19.6)	(21.7)	9.4	(3.7)
NIM(%)	13.5	12.4	14.5	13.4	11.0	9.9	15.2	12.8	(2.5)	(2.6)	0.6	(0.6)

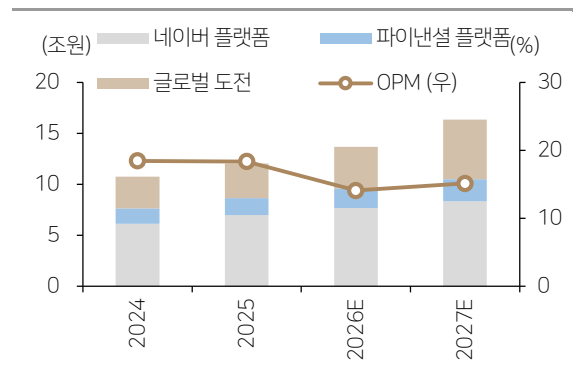
Source: 다올투자증권

Fig. 107: NAVER 분기 매출액 추이



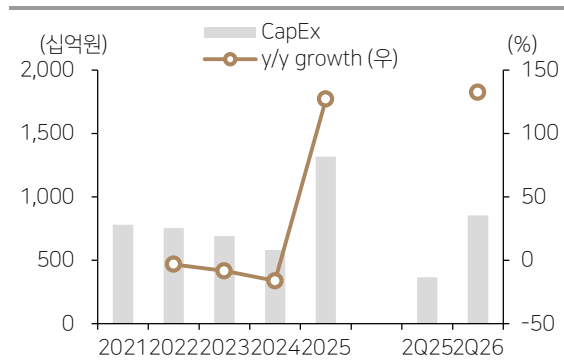
Source: 다올투자증권

Fig. 108: NAVER 연간 매출액 추이



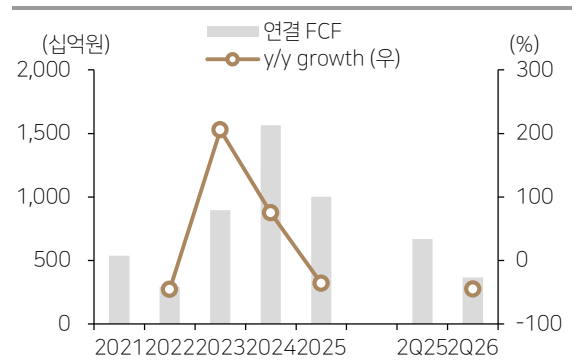
Source: 다올투자증권

Fig. 109: CapEx 추이



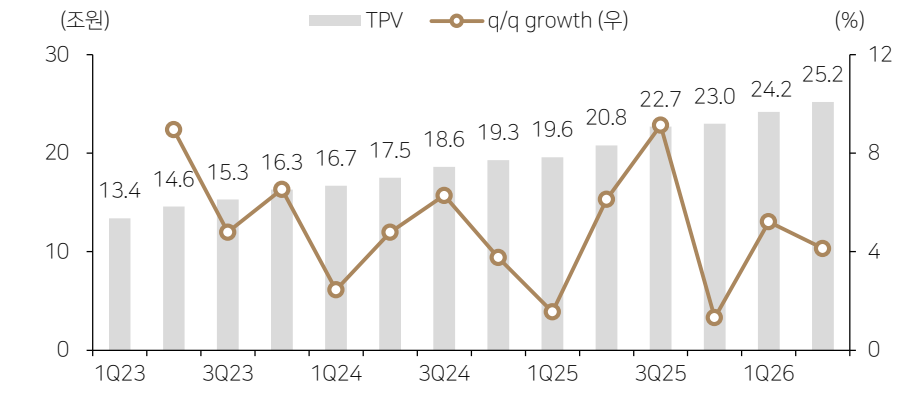
Source: 다올투자증권

Fig. 110: FCF 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 111: 네이버 파이낸셜 TPV(Total Payment Volume, 결제액)



Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 112: 네이버 주요 파트너십 내용

파트너	제휴/협력 내용	발표일자	분류
컬리	- 이커머스 분야에서 전방위 협업 강화	2025-04-18	커머스
	- 컬리 N마트 출시 - 네이버플러스 멤버십 사용자는 2만 원 이상 구매 시 무료 배송	2025-09-04	커머스/멤버십
	- 네이버를 대상으로 330억 규모 유상증자 결정. 지분은 6.2% - 물류 인프라 확충과 신사업 추진 목적	2026-05-06	커머스
CJ 대한통운	- NFA 기반 풀필먼트/냉장·냉동(콜드체인) 등 배송 리드타임 개선 협력	2025-09-01	물류/배송
Microsoft	- 네이버플러스 멤버십에 '엑스박스 PC 게임패스' 서비스 선택지로 추가	2025-07-08	멤버십
타베로그 (食べログ)	- 일본 'NAVER Place'와 타베로그 제휴(맛집 정보·리뷰 연동)	2025-08-01	로컬/지도
롯데 유통군 (롯데마트/슈퍼/세븐일레븐)	- 유통 특화 AI 에이전트를 개발하고 AI 기반 디지털 마케팅 고도화 - 오프라인 결제·포인트·'지금배달' 연동 공동 프로모션	2025-09-01	유통
SK 하이닉스	- 하이퍼스케일 AI 고도화 위한 협력(반도체-클라우드 연계)	2025-09-10	AI 인프라
디즈니	- NAVER WEBTOON × 디즈니 글로벌 디지털 코믹스 플랫폼 구축	2025-09-16	콘텐츠
LG 유플러스	- 네이버웹툰 인기 IP 기반 '숏드라마' 제작·공개 협업	2025-09-16	숏폼 영상화
넥슨	- 게임·쇼핑·결제·라이브 등 광범위 전략 제휴	2025-09-30	게임
	- 계정 연동을 통한 이용자 데이터 기반 서비스 확대	2026-05-18	게임/멤버십
Uber Taxi	- 네이버플러스 멤버십과 'Uber One' 12개월 연계(택시 할인·크레딧)	2025-10-01	모빌리티/멤버십
NVIDIA	- 'Physical AI' 기반 생성형 AI 산업화 협력(플랫폼·생태계 조성)	2025-10-31	AI 인프라
Spotify	- 오디오·팟캐스트 연계 파트너십 발표 - 네이버 서비스 전반에 콘텐츠 연동 계획	2025-11-04	콘텐츠/멤버십

Source: 회사 자료, 다올투자증권

NAVER 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,374.9	10,928.5	12,963.6	18,053.8	23,963.3
현금성자산	7,122.9	8,394.1	10,065.0	14,538.4	19,728.4
매출채권	1,587.6	1,616.7	1,992.9	2,543.0	3,218.2
재고자산	21.7	20.2	31.1	62.4	69.7
비유동자산	28,793.0	30,156.0	33,795.2	34,157.3	34,533.7
투자자산	22,226.2	23,127.4	24,594.5	24,683.0	24,774.8
유형자산	2,909.6	3,607.6	4,545.3	4,729.8	4,921.9
무형자산	3,657.2	3,421.0	4,655.3	4,744.4	4,837.0
자산총계	38,167.9	41,084.5	46,758.7	52,211.1	58,497.0
유동부채	6,092.2	8,018.9	7,900.4	8,543.9	9,732.9
매입채무	3,866.1	4,238.3	4,708.1	5,333.6	6,504.5
유동성이자부채	1,104.9	2,397.4	1,795.3	1,799.3	1,803.3
비유동부채	5,074.8	4,112.6	7,094.9	10,122.6	13,124.1
비유동이자부채	3,273.4	2,211.1	4,885.8	7,834.6	10,753.9
부채총계	11,167.0	12,131.5	14,995.2	18,666.5	22,856.9
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,422.7	1,586.3	1,608.9	1,608.9	1,608.9
이익잉여금	25,965.0	27,625.7	28,988.8	30,769.9	32,865.4
자본조정	(1,944.2)	(1,646.5)	(341.0)	(341.0)	(341.0)
자기주식	(875.6)	(669.8)	(669.8)	(669.8)	(669.8)
자본총계	27,000.9	28,953.0	31,763.5	33,544.6	35,640.0
투하자본	3,506.6	4,002.6	5,741.9	5,993.4	5,813.1
순차입금	(3,387.3)	(4,683.0)	(4,258.5)	(5,814.5)	(8,118.2)
ROA	5.2	4.6	3.9	4.4	4.6
ROE	7.9	6.9	6.0	7.0	7.7
ROIC	46.8	44.2	30.3	32.0	37.6

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	10,737.7	12,035.0	13,651.4	16,338.0	20,679.9
증가율 (Y-Y,%)	11.0	12.1	13.4	19.7	26.6
영업이익	1,979.3	2,208.1	1,920.9	2,470.0	2,957.7
증가율 (Y-Y,%)	32.9	11.6	(13.0)	28.6	19.7
EBITDA	2,652.8	2,953.4	2,750.6	3,382.6	3,961.5
영업외손익	342.9	212.0	327.0	388.2	432.5
순이자수익	89.1	138.1	114.9	126.7	134.4
외화관련손익	38.2	60.8	(12.9)	(9.0)	(9.5)
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	2,322.2	2,420.1	2,247.9	2,858.3	3,390.1
당기순이익	1,932.0	1,818.7	1,728.6	2,172.3	2,542.6
지배기업당기순이익	1,923.2	1,953.2	1,717.6	2,161.4	2,529.9
증가율 (Y-Y,%)	96.1	(5.9)	(5.0)	25.7	17.0
NOPLAT	1,646.7	1,659.4	1,477.2	1,877.2	2,218.3
(+) Dep	673.5	745.3	829.6	912.6	1,003.8
(-) 운전자본투자	(520.3)	(351.9)	(119.4)	(22.6)	(465.6)
(-) Capex	554.0	1,234.7	1,232.3	184.6	192.1
OpFCF	2,286.4	1,521.9	1,193.9	2,627.9	3,495.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.3	13.6	12.2	15.0	19.8
영업이익증가율(3Yr)	14.3	19.2	8.9	7.7	10.2
EBITDA증가율(3Yr)	14.7	16.5	9.9	8.4	10.3
순이익증가율(3Yr)	(51.1)	39.3	20.6	4.0	11.8
영업이익률(%)	18.4	18.3	14.1	15.1	14.3
EBITDA마진(%)	24.7	24.5	20.1	20.7	19.2
순이익률(%)	18.0	15.1	12.7	13.3	12.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	2,589.9	3,095.8	2,112.5	1,904.1	2,735.7
당기순이익	1,932.0	1,818.7	1,728.6	2,172.3	2,542.6
자산상각비	673.5	745.3	829.6	912.6	1,003.8
운전자본증감	152.3	461.7	3,672.3	695.3	2,037.7
매출채권감소(증가)	(2.8)	(14.2)	(20.8)	(550.1)	(675.2)
재고자산감소(증가)	(13.4)	0.7	4.4	(31.3)	(7.3)
매입채무증가(감소)	(251.4)	(12.4)	3,081.7	625.5	1,170.9
투자현금	(1,340.0)	(743.7)	(1,599.8)	(89.1)	(123.8)
단기투자자산감소	(1,677.9)	57.4	118.7	(85.8)	(89.3)
장기투자증권감소	893.0	726.7	251.6	374.3	360.6
설비투자	(554.0)	(1,234.7)	(1,232.3)	(184.6)	(192.1)
유무형자산감소	8.1	(70.0)	(87.3)	(113.6)	(120.4)
재무현금	(770.3)	(524.5)	1,343.5	2,572.5	2,488.9
차입금증가	(636.1)	(406.5)	1,684.1	2,952.8	2,923.3
자본증가	(512.4)	(120.6)	(357.0)	(380.3)	(434.5)
배당금지급	119.0	168.4	393.6	380.3	434.5
현금 증감	619.1	1,788.5	1,967.8	4,387.6	5,100.7
총현금흐름(Gross CF)	2,934.9	3,180.7	(1,309.1)	1,208.8	698.0
(-) 운전자본증가(감소)	(520.3)	(351.9)	(119.4)	(22.6)	(465.6)
(-) 설비투자	554.0	1,234.7	1,232.3	184.6	192.1
(+) 자산매각	8.1	(70.0)	(87.3)	(113.6)	(120.4)
Free Cash Flow	1,747.2	2,898.7	763.3	1,815.0	2,611.9
(-) 기타투자	(893.0)	(726.7)	(251.6)	(374.3)	(360.6)
잉여현금	2,640.2	3,625.5	1,014.9	2,189.3	2,972.4

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	12,139	12,453	10,944	13,772	16,120
BPS	137,611	154,036	163,229	174,011	186,772
DPS	1,130	2,630	2,540	2,900	3,400
Multiples(x,%)					
PER	16.4	19.5	17.7	14.1	12.0
PBR	1.4	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	10.6	11.3	9.2	7.0	5.4
배당수익률	0.6	1.1	1.3	1.5	1.8
PCR	10.7	12.0	n/a	25.1	43.6
PSR	2.9	3.2	2.2	1.9	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	41.4	41.9	47.2	55.6	64.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	153.9	136.3	164.1	211.3	246.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6
자산구조					
투하자본(%)	10.7	11.3	14.2	13.3	11.6
현금+투자자산(%)	89.3	88.7	85.8	86.7	88.4
자본구조					
차입금(%)	14.0	13.7	17.4	22.3	26.1
자기자본(%)	86.0	86.3	82.6	77.7	73.9

삼성에스디에스

(018260)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	270,000		신규

Earnings

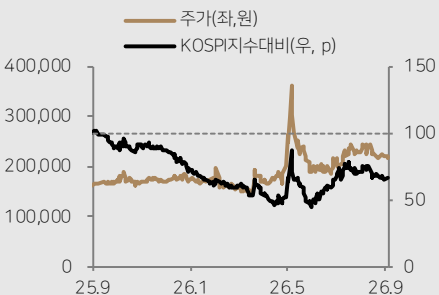
Stock Information

현재가 (9/30)	219,000원
예상 증가상승률	23.3%
시가총액	169,457억원
비중(KOSPI내)	0.30%
발행주식수	77,378천주
52주 최저가 / 최고가	148,300 - 362,000원
3개월 일평균거래대금	553억원
외국인 지분율	19.2%
주요주주지분율(%)	
삼성전자 (외 11인)	48.9
국민연금공단 (외 1인)	8.7

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	17.5	24.9	20.5
PBR(배)	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	4.6	7.8	8.5
배당수익률(%)	1.9	1.4	1.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.9)	42.9	33.4	27.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(10.6)	13.3	(66.3)	(34.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

탄탄하게 확장 중

Issue

커버리지 개선

Pitch

AI 데이터센터에 사업 진출과 동시에 리스크를 효과적으로 관리하고 있다고 판단하며 투자의견 BUY, 적정주가 270,000원 제시

Rationale

- 2027년 매출액 14조 9,771억원(+4.0% YoY), 영업이익 1조 17억원(+26.1% YoY)으로 추정. 2026년부터 점진적으로 AI 데이터센터 매출이 발생하고 있으며 안정적인 물량과 투자 구조를 바탕으로 점진적인 매출 확대 기대
- [Cloud] 2027년 매출액 3조 5,475억원(+14.8% YoY)으로 추정. 첫 AI 데이터센터인 동탄 서관이 1Q26부터 매출에 반영되기 시작. 총 4개의 층으로 구성되어 있으며 현재는 1개층만 관계사 물량으로 사용 중. 베라 루빈은 2027년부터 입고되어 매출에 점진적으로 반영될 전망
- 동사는 2031년까지 800MW 용량의 AI 데이터센터 구축 예정. 리스크 관리를 위해 1) CapEx, 2) Equity 투자, 3) DBO 방식을 병용할 계획. 특히 CapEx 방식인 구미 데이터센터(2029년 60MW, 2031년 60MW)는 기대되는 수요가 있는 것으로 파악
- 2031년까지 AI 데이터센터에만 5조원을 투자할 계획. 2026년 4월 KKR에게 전환사채 1.2조원을 배정하여 추가적인 자원 확보
- AI 데이터센터에 사업 진출과 동시에 리스크를 효과적으로 관리하고 있다고 판단하며 투자의견 BUY, 적정주가 270,000원 제시

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,235	13,277	13,828	13,930	14,406	14,977	15,453
영업이익	916	808	911	957	806	1,017	1,047
EBITDA	1,428	1,421	1,518	1,587	1,328	1,220	1,271
지배주주순이익	1,100	693	757	760	681	827	934
순차입금	(4,545)	(5,040)	(5,467)	(5,978)	(6,570)	(6,623)	(6,548)
매출증가율	26.4	(23.0)	4.2	0.7	3.4	4.0	3.2
영업이익률	5.3	6.1	6.6	6.9	5.6	6.8	6.8
지배순이익률	6.4	5.2	5.5	5.5	4.7	5.5	6.0
EPS증가율	79.9	(36.9)	9.2	0.3	(10.3)	21.5	12.9
ROE	14.6	8.3	8.8	8.1	6.7	7.5	8.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

삼성에스디에스는,

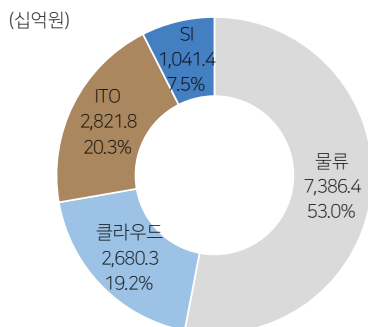
삼성에스디에스는 1985년 5월 설립된 삼성그룹의 IT서비스 계열사로 2014년 11월 유가증권시장(KOSPI)에 상장했다.

동사는 IT서비스와 물류 사업을 영위하고 있다. IT 서비스 사업은 크게 클라우드, SI, ITO 3개의 분야로 구성되며, 물류 사업은 물류 관리 플랫폼을 기반으로 글로벌 물류 서비스를 제공한다. 최근에는 Agentic AI, Physical AI 등 고성장 영역으로 사업 범위를 확대하고 있다.

최대주주는 삼성전자로 지분 22.6%를 보유하고 있으며, 주요 특수관계인을 포함하면 약 48.9%이다. 시가총액은 약 16.9조원이며 KOSPI IT 서비스 업종에 속해 있다.

사업부문 Breakdown

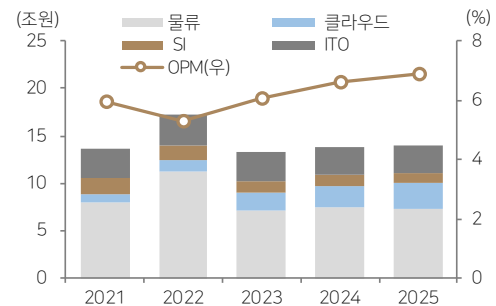
- 2025년 연간 기준 매출액은 13조 9,299억원
- IT 서비스 매출액이 6조 5,435억원으로 전체 매출의 47%를 차지하며, IT 서비스 내 클라우드 매출은 2조 6,803억원, SI 매출은 1조 414억원, ITO 매출은 2조 8,218억원. 물류 매출은 7조 3,864억원으로 전체 매출의 53% 비중



Source: 삼성SDS, 다올투자증권

Financials

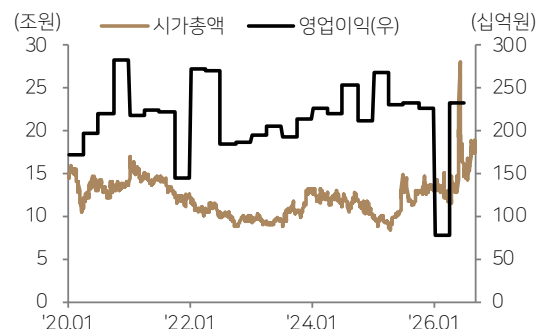
- 동사의 매출은 2022년 물류 사업 호조로 크게 성장한 이후 13~14조원 수준으로 안정화. 사업 믹스는 물류와 SI 중심에서 클라우드 중심으로 전환되는 과정
- 클라우드 매출 확대와 IT서비스 수익성 개선에 힘입어 2026년 영업이익률 6.9%까지 상승하며 최근 5년 중 최고 수준 기록



Source: 삼성SDS, 다올투자증권

주가

- 영업이익은 퇴직금 산정기준 변경에 따른 일회성 요인으로 인해 2026년 1분기 급감하였으나, 2분기 정상화 확인
- 시가총액은 10조~15조원 수준에서 2026년 AI 인프라 사업 기대감으로 20조원 후반까지 급등



Source: Quantiwise, 다올투자증권

투자포인트: 안정과 도전의 콜라보

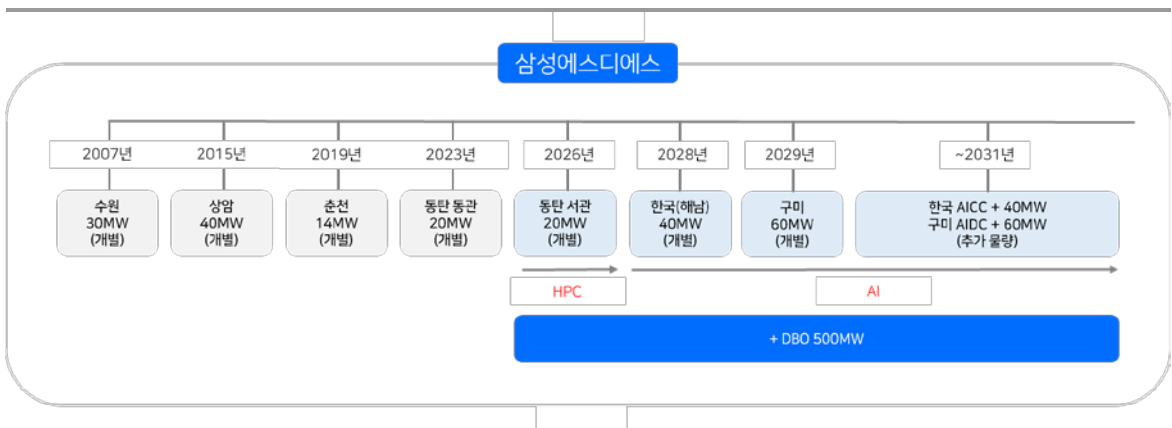
동사는 1Q26부터 동탄 서관 AI 데이터센터인 매출이 부분적으로 발생하기 시작하였다. 2027년부터 동탄 서관에 베라 루빈이 설치되며 매출이 온전히 발생할 전망이다. 추가적으로 2029년까지 120MW를, 2031년까지는 DBO 500MW를 포함하여 총 800MW 이상(기존 DC 포함)을 구축할 예정이다.

800MW의 용량은 CapEx형, 지분투자형, DBO형이 모두 섞여 있는 구조이다. 이 중 **Captive 물량도 유의미하게 있을 것으로 추정되며 나머지는 외부 판매 물량이다.** CapEx 기준 1MW당 연간 매출을 200억원으로 가정하여 동사는 2031년까지 데이터센터 매출 6.6조원을 목표로 하고 있다. 현재 1MW당 수익이 증가하고 있기 때문에 당초 계획보다 높은 매출 시현이 가능하다.

2031년까지 동사의 누적 투자 규모는 10조원이며 이 중 5조원이 AI 인프라에 사용될 예정이다. 동사는 2026년 4월에 KKR에게 1.2조원의 전환사채를 발행하였으며 2Q26 현금성자산(단기금융상품 포함)이 7.6조원이고 연간 1조원 이상의 영업현금흐름을 창출하기 때문에 가능성 있는 계획이다.

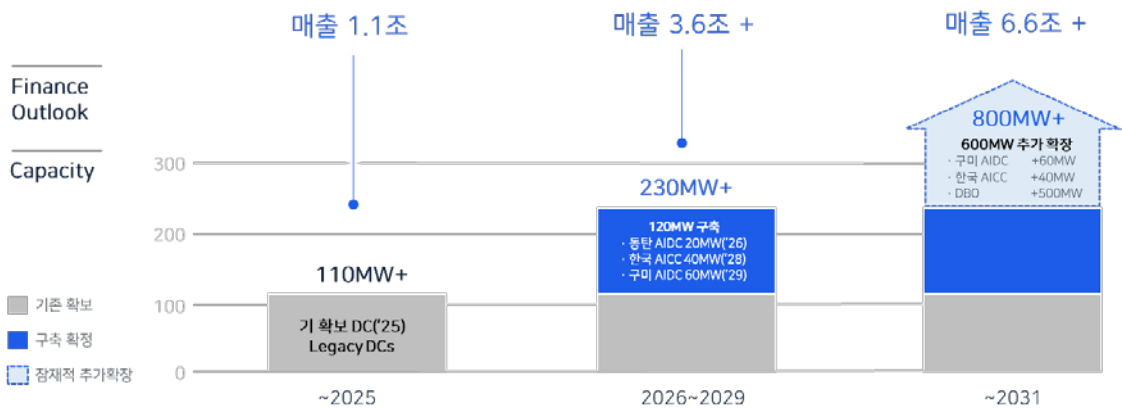
다만 동탄 서관 20MW 용량이 전량 반영되는 건 2027년이고, 해남 한국 AICC는 지분법으로 인식되기 때문에 매출액이 가파르게 증가하는 구간은 구미 데이터센터가 완공되는 2029년이다. 본격적인 성장 구간까지는 2년간의 시차가 있지만 안정적인 Captive 물량이 있기 때문에 긍정적으로 판단한다.

Fig. 113: 삼성에스디에스의 AI 데이터센터 타임라인



Source: 다올투자증권

Fig. 114: 삼성에스디에스의 AI 데이터센터 용량 목표



Source: 다올투자증권

Fig. 115: 삼성에스디에스의 매출 목표

~'31Y

	Target Capacity	1차 Expansion			2차 Expansion
		New Project	Revenue	Profitability	
CAPEX	114MW	Legacy DC (5개)	연 매출 1.1조원 + 2025년 CSP 기준	OPM 10% 중반	-
	~140MW+	동탄 DC 서관 20MW(2026) 구미 AIDC 60MW(2029)	연 매출 2.5조원+ (약 200억원+/MW)	OPM 10% 후반+ EBITDA Margin 50~60%	100MW+ 구미 60MW+한국AICC 40MW ① 매출: 200억원~270억원 +/MW
EQUITY ★ 자본법 30% 적용	~80MW+	한국 AICC 40MW(2028)			
DBO	~500MW+ ★ 누적 수주	'31년 이후 신규 연매출 1조원+ OPM High single			
	~834MW	-	신규 2.5조원+ 기존 1.1조원+	수익성 개선	CAPEX+EQUITY 2조원+ DBO 1조원+

①

Market Price

\$5.13 /hr Per GPU

×

400 GPU+ / MW

=

270억원+ / MW

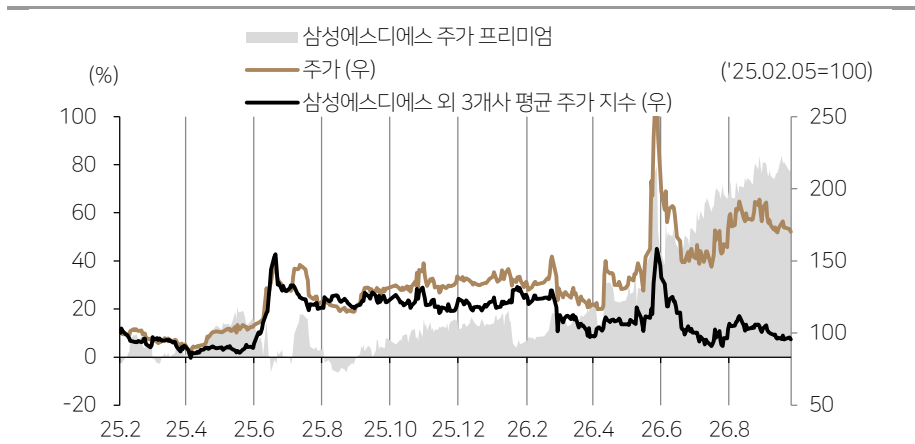
Source: 다올투자증권

Fig. 116: 삼성에스디에스 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	827.5	1Q27~4Q27
보통주	(천 주)	77,378	
EPS	(원)	10,694	1Q27~4Q27
적정 P/E	(배)	25.0	매출 성장률이 증가하던 2016~2018년 P/E 적용
적정 주가	(원)	270,000	반올림 적용
현재 주가 (9/30)	(원)	219,000	
상승 여력	(%)	23.3%	

Source: 다올투자증권

Fig. 117: 삼성에스디에스 주가 프리미엄/디스카운트



Note: 3개사는 NAVER, 카카오, LG씨엔에스
 Source: Quantiwise, 다올투자증권

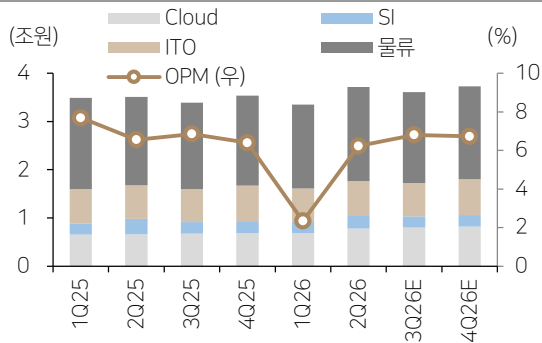
Fig. 118: 삼성에스디에스 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,489.8	3,512.0	3,391.3	3,536.8	3,352.9	3,717.8	3,606.7	3,728.8	13,929.9	14,406.2	14,977.1
IT 서비스	1,600.4	1,678.4	1,595.7	1,669.0	1,610.5	1,762.5	1,721.3	1,805.0	6,543.5	6,899.3	7,375.6
Cloud	652.9	665.2	674.6	687.6	690.9	779.4	798.3	821.2	2,680.3	3,089.7	3,547.5
CSP	267.1	264.6	280.0	271.3	298.2	328.1	337.9	348.1	1,083.0	1,312.3	1,534.0
MSP	284.3	297.4	294.3	311.2	295.8	346.7	353.6	364.2	1,187.2	1,360.4	1,550.3
SaaS	101.5	103.2	100.3	105.1	96.9	104.6	106.7	108.8	410.1	417.0	463.2
SI	235.6	318.1	241.4	246.3	242.7	259.0	236.6	241.4	1,041.4	979.6	969.8
ITO	711.9	695.1	679.7	735.1	676.9	724.1	686.5	742.5	2,821.8	2,829.9	2,858.2
물류	1,889.4	1,833.6	1,795.6	1,867.8	1,742.4	1,955.3	1,885.4	1,923.8	7,386.4	7,506.9	7,601.5
매출 y/y growth	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	5.9%	6.4%	5.4%	0.7%	3.4%	4.0%
IT 서비스	3.0%	5.8%	-2.1%	2.3%	0.6%	5.0%	7.9%	8.1%	2.2%	5.4%	6.9%
Cloud	23.0%	19.6%	5.9%	14.7%	5.8%	17.2%	18.3%	19.4%	15.4%	15.3%	14.8%
CSP	41.8%	26.3%	18.2%	17.5%	11.6%	24.0%	20.7%	28.3%	25.1%	21.2%	16.9%
MSP	11.6%	19.9%	0.0%	17.6%	4.0%	16.6%	20.2%	17.0%	11.8%	14.6%	14.0%
SaaS	15.7%	4.9%	-5.4%	0.9%	-4.5%	1.4%	6.4%	3.5%	3.5%	1.7%	11.1%
SI	-18.3%	18.8%	-5.9%	-7.5%	3.0%	-18.6%	-2.0%	-2.0%	-3.5%	-5.9%	-1.0%
ITO	-3.1%	-8.9%	-7.6%	-4.0%	-4.9%	4.2%	1.0%	1.0%	-5.9%	0.3%	1.0%
물류	11.6%	2.9%	-7.4%	-7.1%	-7.8%	6.6%	5.0%	3.0%	-0.5%	1.6%	1.3%
매출원가	2,944	2,989	2,894	3,023	2,959	3,188	3,073	3,184	11,850	12,405	12,764
y/y growth (%)	6.8%	4.2%	-5.2%	-3.6%	0.5%	6.7%	6.2%	5.3%	0.3%	4.7%	2.9%
매출총이익	545.7	522.9	497.4	513.9	394.0	529.4	533.8	544.4	2,080.0	2,001.6	2,213.1
GPM (%)	15.6%	14.9%	14.7%	14.5%	11.8%	14.2%	14.8%	14.6%	14.9%	13.9%	14.8%
y/y growth (%)	11.3%	4.7%	-3.6%	1.4%	-27.8%	1.2%	7.3%	5.9%	3.4%	-3.8%	10.6%
판매비	277	293	265	288	316	298	289	293	1,123	1,195	1,196
y/y growth (%)	4.8%	5.1%	0.8%	-2.5%	13.9%	1.6%	8.8%	1.9%	2.0%	6.4%	0.1%
영업이익	268.5	230.2	232.3	226.1	78.3	231.8	245.3	251.0	957.1	806.4	1,017.0
OPM (%)	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.2%	6.8%	6.7%	6.9%	5.6%	6.8%
y/y growth (%)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	0.7%	5.6%	11.0%	5.0%	-15.7%	26.1%
영업외손익	33	6	46	33	52	27	32	35	119	147	138
세전이익	302	237	278	259	130	259	278	286	1,076	953	1,155
당기순이익	218	176	201	188	92	184	203	209	783	687	832
NIM (%)	6.2%	5.0%	5.9%	5.3%	2.7%	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	4.8%	5.6%
지배주주순이익	211.5	170.6	195.2	182.3	92.4	179.1	201.7	207.8	759.5	680.9	827.5
NIM (지배주주, %)	6.1%	4.9%	5.8%	5.2%	2.8%	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	5.5%

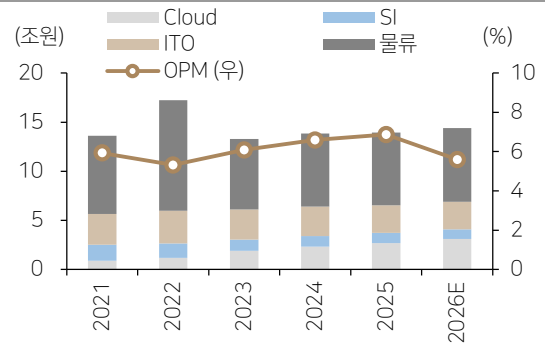
Source: 다올투자증권

Fig. 119: 삼성에스디에스 분기 매출액 추이



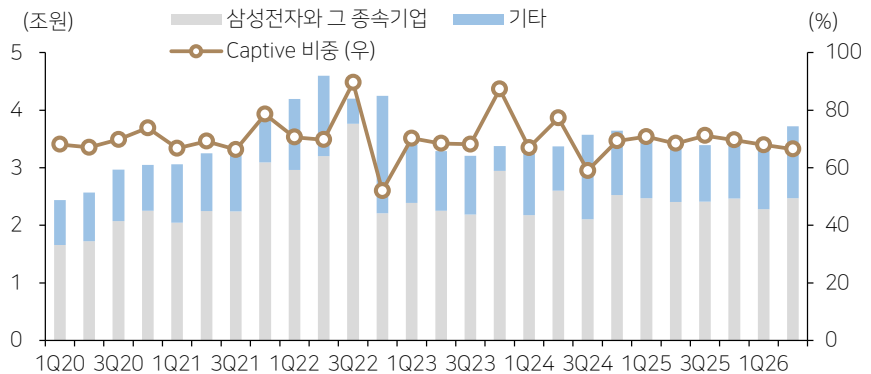
Source: 다올투자증권

Fig. 120: 삼성에스디에스 연간 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 121: 삼성에스디에스 매출처 비율 추이



Source: Steam, 다올투자증권

Fig. 122: 삼성에스디에스 수주 목록

수주일자	계약명	고객사	계약금액	계약 시작일	계약 종료일
2020-04-09	2020 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	6,874 억원	2020-01-01	2020-12-31
2021-03-23	2021 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	6,588 억원	2021-01-01	2021-12-31
2022-12-20	2022 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	7,034 억원	2022-01-01	2022-12-31
2023-06-21	2023 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	7,236 억원	2023-01-01	2023-12-31
2023-11-27	삼성전자 HPC 클라우드 서비스 계약	삼성전자	4,608 억원	2023-12-01	2029-12-29
2024-12-20	2024 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	5,328 억원	2024-01-01	2024-12-31
2024-12-30	2024 년 DS IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	5,536 억원	2024-01-01	2024-12-31
2025-10-31	2025 년 IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	4,711 억원	2025-01-01	2025-12-31
2025-12-16	2025 년 DS IT Outsourcing 서비스 계약	삼성전자	5,018 억원	2025-01-01	2025-12-31

Source: Dart, 다올투자증권

삼성에스디에스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,003.8	9,405.7	12,030.1	14,147.0	16,069.2
현금성자산	6,024.0	6,380.2	8,653.0	10,630.7	12,456.4
매출채권	2,534.2	2,594.8	2,837.8	2,954.1	3,028.0
재고자산	19.0	15.5	22.9	24.7	25.4
비유동자산	4,234.5	4,048.0	4,223.4	4,702.3	5,433.8
투자자산	1,646.5	1,472.1	1,534.8	1,582.2	1,631.5
유형자산	1,773.9	1,751.7	1,886.2	2,379.9	3,119.6
무형자산	814.1	824.2	802.4	740.1	682.7
자산총계	13,238.3	13,453.7	16,253.5	18,849.2	21,502.9
유동부채	2,495.4	2,331.8	2,594.4	2,632.1	2,689.8
매입채무	1,702.5	1,603.1	1,837.7	1,866.7	1,915.6
유동성이자부채	266.5	262.2	285.5	289.5	293.5
비유동부채	1,037.5	859.0	2,606.3	4,556.8	6,484.7
비유동이자부채	717.0	554.9	2,314.0	4,255.8	6,174.7
부채총계	3,532.9	3,190.8	5,200.7	7,188.9	9,174.5
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	1,297.5	1,297.5	1,426.0	1,426.0	1,426.0
이익잉여금	7,995.0	8,530.2	8,964.4	9,571.9	10,240.0
자본조정	2.0	49.7	291.2	291.2	291.2
자기주식	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
자본총계	9,705.4	10,262.9	11,052.8	11,660.3	12,328.5
투자자본	4,508.7	4,534.5	4,627.6	5,203.0	5,968.2
순차입금	(5,467.0)	(5,978.4)	(6,570.1)	(6,622.9)	(6,547.6)
ROA	6.2	5.9	4.6	4.7	4.7
ROE	8.8	8.1	6.7	7.5	8.1
ROIC	15.0	15.4	12.7	14.9	13.5

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,828.2	13,929.9	14,406.2	14,977.1	15,452.9
증가율 (Y-Y,%)	4.2	0.7	3.4	4.0	3.2
영업이익	911.1	957.1	806.4	1,017.0	1,047.4
증가율 (Y-Y,%)	12.7	5.0	(15.7)	26.1	3.0
EBITDA	1,518.1	1,587.1	1,327.9	1,220.1	1,270.9
영업외손익	191.7	118.7	146.6	138.1	256.7
순이자수익	133.2	135.8	138.7	143.0	146.9
외화관련손익	40.5	(17.7)	21.1	9.0	8.1
자본법손익	96.4	11.4	2.6	6.4	126.9
세전계속사업손익	1,102.8	1,075.8	953.1	1,155.1	1,304.1
당기순이익	789.5	782.7	687.4	831.6	938.9
지배기업당기순이익	757.0	759.5	680.9	827.5	934.2
증가율 (Y-Y,%)	12.6	(0.9)	(12.2)	21.0	12.9
NOPLAT	652.3	696.3	581.6	732.2	754.1
(+) Dep	607.0	630.0	521.5	203.1	223.5
(-) 운전자본투자	262.4	205.0	112.5	105.4	42.8
(-) Capex	474.7	315.3	306.9	493.8	739.7
OpFCF	522.2	806.0	683.7	336.2	195.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.5	(6.9)	2.8	2.7	3.5
영업이익증가율(3Yr)	4.1	1.5	(0.1)	3.7	3.1
EBITDA증가율(3Yr)	6.7	3.6	(2.2)	(7.0)	(7.1)
순이익증가율(3Yr)	7.6	(11.5)	(0.7)	1.7	6.3
영업이익률(%)	6.6	6.9	5.6	6.8	6.8
EBITDA마진(%)	11.0	11.4	9.2	8.1	8.2
순이익률(%)	5.7	5.6	4.8	5.6	6.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,238.0	1,203.3	1,102.2	837.5	884.5
당기순이익	789.5	782.7	687.4	831.6	938.9
자산상각비	607.0	630.0	521.5	203.1	223.5
운전자본증감	(251.7)	(346.8)	(110.4)	(110.1)	(47.5)
매출채권감소(증가)	(233.0)	(31.9)	(39.9)	(116.3)	(73.9)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	6.1	(1.9)	(0.7)
매입채무증감(감소)	(60.3)	(111.8)	44.4	29.0	48.9
투자현금	(1,068.8)	(824.2)	(1,788.3)	(837.4)	(977.6)
단기투자자산감소	(551.6)	(466.3)	(1,415.8)	(251.8)	(262.0)
장기투자증권감소	10.0	0.0	3.0	6.2	126.7
설비투자	(474.7)	(315.3)	(306.9)	(493.8)	(739.7)
유무형자산감소	(50.5)	(41.5)	(45.5)	(50.9)	(53.5)
재무현금	(423.4)	(509.0)	1,498.5	1,725.9	1,656.8
차입금증가	(212.2)	(242.2)	1,750.9	1,945.8	1,922.9
자본증가	(210.9)	(229.7)	(246.7)	(220.0)	(266.1)
배당금지급	215.8	233.1	246.7	220.0	266.1
현금 증감	(118.9)	(109.8)	892.9	1,725.9	1,563.7
총현금흐름(Gross CF)	1,680.3	1,702.8	1,292.0	947.6	932.1
(-) 운전자본증가(감소)	262.4	205.0	112.5	105.4	42.8
(-) 설비투자	474.7	315.3	306.9	493.8	739.7
(+) 자산매각	(50.5)	(41.5)	(45.5)	(50.9)	(53.5)
Free Cash Flow	359.8	531.8	(606.7)	0.1	(93.1)
(-) 기타투자	(10.0)	0.0	(3.0)	(6.2)	(126.7)
잉여현금	369.8	531.8	(603.7)	6.3	33.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	9,783	9,816	8,800	10,694	12,074
BPS	110,096	117,500	128,175	136,831	146,208
DPS	2,900	3,190	3,140	3,800	4,290
Multiples(x,%)					
PER	13.1	17.5	24.9	20.5	18.1
PBR	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	2.9	4.6	7.8	8.5	8.2
배당수익률	2.3	1.9	1.4	1.7	2.0
PCR	5.9	7.8	13.1	17.9	18.2
PSR	0.7	1.0	1.2	1.1	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	36.4	31.1	47.1	61.7	74.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	360.8	403.4	463.7	537.5	597.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
자산구조					
투자자본(%)	37.0	36.6	31.2	29.9	29.8
현금+투자자산(%)	63.0	63.4	68.8	70.1	70.2
자본구조					
차입금(%)	9.2	7.4	19.0	28.0	34.4
자기자본(%)	90.8	92.6	81.0	72.0	65.6

LG씨엔에스

(064400)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	90,000		신규
Earnings			

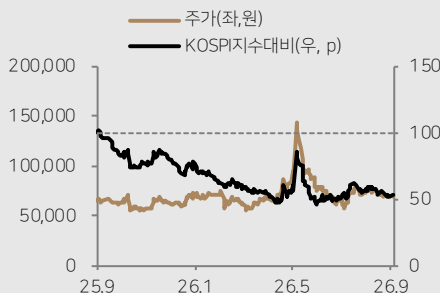
Stock Information

현재가 (9/30)	68,800원
예상 주가상승률	30.8%
시가총액	66,658억원
비중(KOSPI내)	0.12%
발행주식수	96,886천주
52주 최저가 / 최고가	55,400 - 143,700원
3개월 일평균거래대금	622억원
외국인 지분율	5.5%
주요주주지분율(%)	
LG (외 6인)	47.1
국민연금공단 (외 1인)	6.1
엘지씨엔에스우리사주 (외 1인)	3.2

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	13.6	13.7	13.1
PBR(배)	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	6.6	7.1	7.3
배당수익률(%)	3.0	2.9	3.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.2)	16.6	4.7	12.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(10.0)	(13.0)	(95.0)	(50.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

규제 완화와 AIDC 확장 한 스펀

Issue

커버리지 개시

Pitch

금융권 규제 완화로 인한 사업 기회 확장과 GPUaaS 진출로 인한 성장성 증대와 금융권 규제 완화에 주목. 투자의견 BUY, 적정주가 90,000원 제시

Rationale

- 2027년 매출액 7조 1,489억원(+8.7% YoY), 영업이익 6,637억원(+11.8% YoY)으로 추정
- [클라우드&AI] 2027년 4조 2,463억원(+9.8% YoY) 전망. 그룹사를 포함한 기업들의 AX 전환과 함께 GPUaaS 사업 진출로 매출 성장 동력 확보
- [Digital Business Service] 2027년 1조 6,518억원(+10.6% YoY) 예상. 금융권의 망분리 규제 완화, 가장자산 입법과 같은 호재와 함께 사업 기회가 증가할 전망. 금융권 레퍼런스가 풍부하기 때문에 경쟁에서 유리한 위치라고 판단. 특히 새마을금고중앙회 우선협상 대상으로 선정
- 동사는 지난 9월 GPU 3,814억원에 취득하였으며 약 4MW로 추정. 대부분 계열사 물량으로 파악되며 이를 레퍼런스 삼아 대규모로 확장할 계획
- GPUaaS 사업에 대한 구체적인 청사진은 아직 공개되지 않았고 상대적으로 후발주자인 점을 감안하여 Fwd 12M P/E 18.0x 적용. 투자의견 BUY 및 적정주가 90,000원 제시

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,970	5,605	5,983	6,130	6,575	7,149	7,741
영업이익	385	464	513	552	594	664	729
EBITDA	474	561	617	686	723	711	781
지배주주순이익	265	332	365	438	485	508	566
순차입금	(624)	(784)	(957)	(1,424)	(1,525)	(1,478)	(1,595)
매출증가율	19.9	12.8	6.7	2.5	7.3	8.7	8.3
영업이익률	7.8	8.3	8.6	9.0	9.0	9.3	9.4
지배주주이익률	5.3	5.9	6.1	7.1	7.4	7.1	7.3
EPS증가율	12.6	25.2	9.7	8.1	10.8	4.7	11.4
ROE	17.2	19.0	18.3	17.4	15.8	15.1	15.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

LG씨엔에스는,

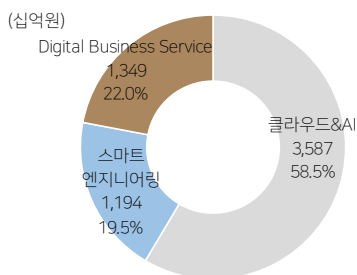
LG씨엔에스는 1987년 1월 미국 EDS와 합작해 'STM'으로 설립되었으며, 1995년 'LG-EDS시스템'을 거쳐 2002년 사명을 LG CNS로 변경하고 2025년 2월 KOSPI에 상장하였다.

동사는 클라우드&AI, 스마트엔지니어링, 디지털 비즈니스 서비스(SI/SM) 사업을 영위하고 있다. 특히, 클라우드&AI 서비스를 핵심 성장 사업으로 육성하고 있으며 AX, 클라우드 MSP, AI 데이터센터 DBO, 스마트팩토리 등 사업을 확대하고 있다. 또한, 글로벌 AI 인프라 투자 확대에 대응해 데이터센터 및 클라우드 사업의 외형 성장을 추진 중이다.

(주)LG가 지분 44.96%를 보유한 최대주주이며, 시가총액은 약 6.7조원 수준으로 KOSPI IT 업종에 속해 있다.

사업부문 Breakdown

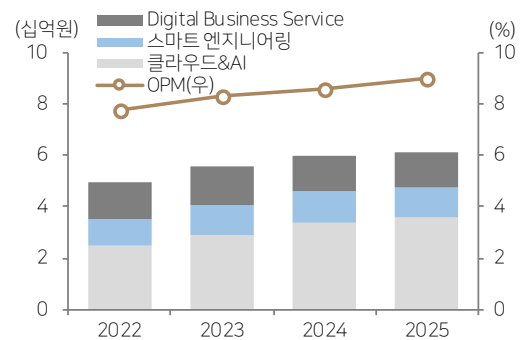
- 2025년 연간 기준 매출액은 6조 1,295억원
- 클라우드&AI가 3조 5,873억원으로 전체 매출의 58.5%, 스마트 엔지니어링 1조 1,935억원으로 19.5%, 디지털 비즈니스 서비스 1조 3,487억원으로 22.0% 차지



Source: LG CNS, 다올투자증권

Financials

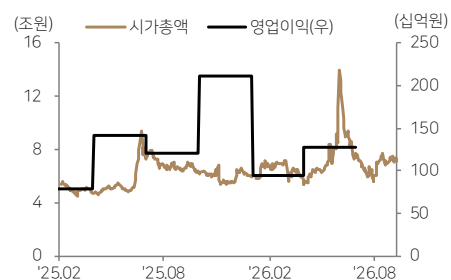
- LG씨엔에스의 매출은 2022년 약 5조원에서 2025년 6.1조원으로 성장. 클라우드&AI 사업이 성장을 견인하였으며 전체 매출 내 비중은 2022년 50.3%에서 2025년 58.5%로 지속적으로 확대
- 외형 성장과 함께 수익성 또한 개선되는 모습. 영업이익률은 2022년 7.8%에서 2025년 9.0%로 상승



Source: LG CNS, 다올투자증권

주가

- 2022년 대비 2025년 매출액은 23% 증가한 가운데 영업이익은 43% 성장하며 우상향
- AI 데이터센터 및 AX 사업에 대한 기대감으로 2026년 6월 시가총액 13.9조원 기록. 다만 단기 급등에 따른 조정을 거치며 시가총액은 다시 7~8조원 수준으로 하락



Source: Quantwise, 다올투자증권

투자포인트: DBO를 넘어 직접 투자로

동사는 총 8개 데이터센터를 운영(Fig 123) 중이다. 이 중 자체 보유 데이터센터는 3곳(상암, 가산, 부산 글로벌 클라우드 DC)이고 나머지 5곳은 DBO(Design-Build-Operate; 설계·시공·운영) 방식으로 운영 중이다. DBO 방식은 직접 투자가 아니기 때문에 자본 투하가 없으나 그만큼 이익도 제한적이라는 단점이 있다.

하지만 동사는 9/11 GPU(Vera Rubin 등) 3,814억원 취득을 공시하였다. 이는 4MW 수준으로 추정된다. GPUaaS(GPU as a Service)에 대한 사업 경험이 부재하기 때문에 이를 레퍼런스 삼아 대규모로 확장할 계획이다. 4MW의 물량은 대부분 계열사 물량으로 추정된다. 데이터센터 위치는 공개되지 않았으나 기보유토지이며, 해당 데이터센터에는 LG전자의 CDU(Coolant Distribution Unit; 냉각수 분배 장치)와 LG에너지솔루션의 배터리도 탑재될 전망이다.

청사진은 아직 공개되지 않았으나 구체화 될 경우 금융권의 망분리 완화, 가상자산 입법과 같은 호재에 더해 주가에 긍정적으로 작용할 수 있다고 판단한다.

Fig. 123: LG씨엔에스 데이터센터 현황

데이터센터	구분	수전용량	특징
상암 IT 센터	자체 보유/운영	20MW	금융 특화 센터 데이터센터, 네트워크센터, 보안센터 등 복합 기능 수행
가산 IT 센터	자체 보유/운영	20MW	고객 맞춤형 모듈형 센터
부산 글로벌 클라우드 DC	자체 보유/운영	39MW	클라우드 고객 전용 센터
부산 AI 박스 캠퍼스	DBO	115MW	MS 운영 매출만 발생
하남 데이터센터	DBO	40MW	하이퍼스케일/Tier 3 서버랙 수 2,800 개
죽전 데이터센터	DBO	100MW	퍼시픽자산운용 발주 네이버클라우드와 코로케이션 계약 체결
삼성 데이터센터	DBO	80MW	네이버클라우드와 코로케이션 계약 체결 기존 공랭 방식 보완하는 직접 칩 냉각(DTC) 기술 선제적 적용
자카르타 AI 데이터센터	DBO	30MW	향후 220 MW 확장 계획 로컬 업체도 들어가서 조금만 들어감

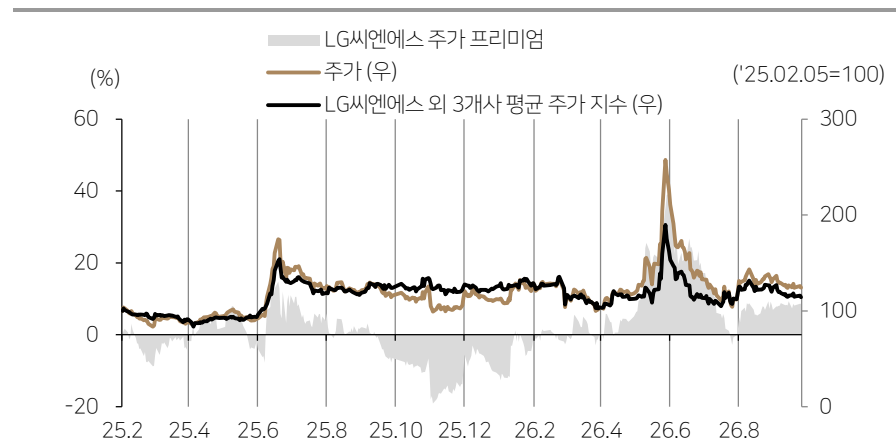
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 124: LG씨엔에스 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	508.2	1Q27~4Q27
보통주	(천 주)	96,886	
EPS	(원)	5,245	1Q27~4Q27
적정 P/E	(배)	18.0	GPUaaS 부문에서 후발주자임을 고려하여 PEER 목표 밸류에이션 대비 30% 할인
적정 주가	(원)	90,000	반내림 적용
현재 주가 (9/30)	(원)	68,800	
상승 여력	(%)	30.8%	

Source: 다올투자증권

Fig. 125: LG씨엔에스 주가 프리미엄/디스카운트



Note: 3개사는 NAVER, 카카오, 삼성에스디에스
 Source: Quantiwise, 다올투자증권

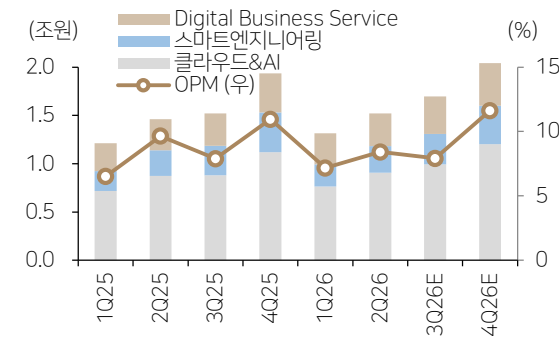
Fig. 126: LG씨엔에스 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,211.4	1,460.2	1,522.3	1,935.7	1,315.0	1,520.8	1,696.1	2,043.2	6,129.5	6,575.2	7,148.9
클라우드&AI	717.3	872.4	879.5	1,118.1	765.4	906.0	993.0	1,203.7	3,587.3	3,868.1	4,246.3
스마트엔지니어링	206.3	266.7	306.4	414.1	227.8	274.6	314.2	397.0	1,193.5	1,213.6	1,250.8
Digital Business Service	287.7	321.0	336.5	403.4	321.9	340.2	388.9	442.5	1,348.7	1,493.4	1,651.8
매출 y/y growth	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	4.2%	11.4%	5.6%	2.5%	7.3%	8.7%
클라우드&AI	30.1%	8.2%	10.6%	-6.8%	6.7%	3.8%	12.9%	7.7%	7.0%	7.8%	9.8%
스마트엔지니어링	-7.3%	-10.7%	10.6%	-5.6%	10.4%	3.0%	2.6%	-4.1%	-3.5%	1.7%	3.1%
Digital Business Service	-2.9%	-6.9%	-8.2%	4.5%	11.9%	6.0%	15.6%	9.7%	-3%	10.7%	10.6%
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,288	1,461	1,685	5,177	5,566	6,045
y/y growth (%)	12.1%	1.6%	9.5%	-7.0%	7.6%	5.4%	11.5%	5.8%	2.5%	7.5%	8.6%
매출총이익	158.2	239.0	212.3	342.8	181.3	233.2	235.6	358.6	952.3	1,008.7	1,104.0
GPM (%)	13.1%	16.4%	13.9%	17.7%	13.8%	15.3%	13.9%	17.6%	15.5%	15.3%	15.4%
y/y growth (%)	20.7%	-3.3%	-12.1%	10.2%	14.6%	-2.4%	10.9%	4.6%	2.3%	5.9%	9.4%
판관비	79	98	92	131	87	105	101	121	400	415	440
y/y growth (%)	-19.8%	-10.4%	-6.8%	17.7%	9.8%	7.3%	9.9%	-7.3%	-4.3%	3.6%	6.1%
영업이익	78.9	140.8	120.2	212.0	94.2	127.9	134.3	237.4	551.8	593.8	663.7
OPM (%)	6.5%	9.6%	7.9%	11.0%	7.2%	8.4%	7.9%	11.6%	9.0%	9.0%	9.3%
y/y growth (%)	144.3%	2.3%	-15.8%	5.9%	19.4%	-9.2%	11.7%	12.0%	7.6%	7.6%	11.8%
영업외손익	9	-9	21	20	19	25	15	2	41	60	25
세전이익	88	131	141	232	113	153	149	239	593	654	689
당기순이익	57	99	105	178	81	119	110	177	439	487	510
NIM (%)	4.7%	6.8%	6.9%	9.2%	6.2%	7.8%	6.5%	8.7%	7.2%	7.4%	7.1%
지배주주순이익	56.8	98.7	104.9	177.5	80.5	118.5	109.9	176.5	437.9	485.3	508.2
NIM (지배주주, %)	4.7%	6.8%	6.9%	9.2%	6.1%	7.8%	6.5%	8.6%	7.1%	7.4%	7.1%

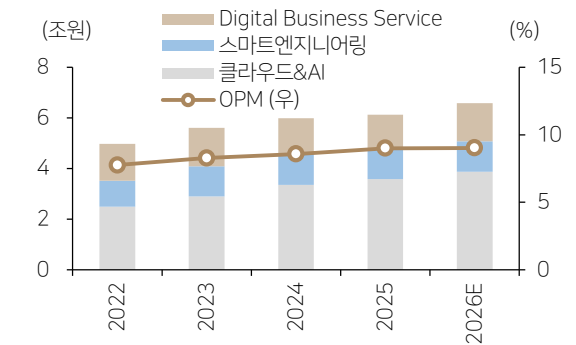
Source: 다올투자증권

Fig. 127: LG씨엔에스 분기 매출액 추이



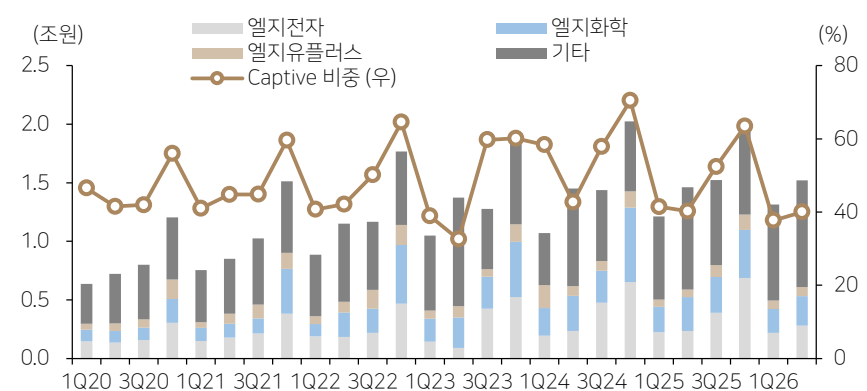
Source: 다올투자증권

Fig. 128: LG씨엔에스 연간 매출액 추이



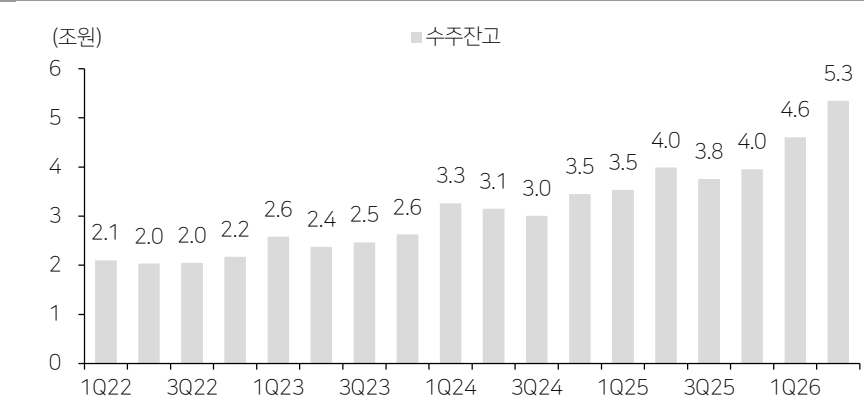
Source: 다올투자증권

Fig. 129: LG씨엔에스 매출처 비율 추이



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 130: LG씨엔에스 수주잔고 추이



Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 131: LG씨엔에스 수주 공시

수주일자	계약명	계약 상대	계약금액	계약 시작일	계약 종료일
2025-06-20	죽전 데이터센터 Co-location 서비스 계약서	네이버클라우드	-	2025-06-01	2033-05-31
2025-11-25	클라우드운영실 클라우드 인프라 통합운영 계약	LG 전자	3,475 억원	2025-07-01	2028-07-31
2025-12-26	「프로젝트 NEO」계정계 차세대 구축	NH 농협은행	-	2026-01-05	2028-04-04
2025-12-29	25 년 N-ERP 확산 계약	LG 전자	2,262 억원	2025-01-01	2026-12-31
2025-12-29	N-ERP 구축 SI 인건비 계약	LG 전자	2,422 억원	2024-01-01	2026-12-31
2026-02-12	고양 삼성 IT 플랫폼 센터 2 단계 구축공사	부산은행 외 1	2,409 억원	2025-12-18	2027-05-31
2026-03-31	삼성 데이터센터 Co-location 서비스 계약	네이버클라우드	-	2026-07-01	2035-05-31
2026-03-31	고양 삼성 데이터 센터 위탁운영	부산은행 외 1	1,820 억원	2026-03-01	2035-05-31
2026-07-05	LG 전자 Physical AI 인프라 계약	LG 전자	1,897 억원	2026-08-01	2029-07-31
2025-09-22	Microsoft 엔터프라이즈 AI(Copilot) 계약	LG 전자	2,578 억원	2026-11-01	2031-10-31

Source: Dart, 다올투자증권

LG씨엔에스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,435.3	3,965.0	3,770.4	3,756.5	3,931.2
현금성자산	1,165.5	1,679.8	1,292.1	1,165.1	1,199.9
매출채권	1,714.3	1,708.5	1,587.1	1,654.3	1,752.7
재고자산	45.9	60.6	113.2	127.5	136.1
비유동자산	1,069.2	1,320.3	1,452.3	1,766.4	1,943.8
투자자산	460.3	732.0	765.1	785.9	807.5
유형자산	545.2	535.5	640.0	937.0	1,096.1
무형자산	63.7	52.8	47.2	43.5	40.2
자산총계	4,504.5	5,285.3	5,222.7	5,523.0	5,875.0
유동부채	1,852.3	1,860.8	1,619.2	1,650.6	1,685.6
매입채무	1,255.0	1,118.8	981.9	1,005.2	1,032.0
유동성이자부채	231.7	333.1	224.2	228.2	232.2
비유동부채	529.4	483.0	367.7	316.7	265.3
비유동이자부채	486.5	438.7	320.8	268.0	214.8
부채총계	2,381.7	2,343.8	1,986.9	1,967.2	1,950.9
자본금	47.2	52.0	52.0	52.0	52.0
자본잉여금	35.0	624.1	624.1	624.1	624.1
이익잉여금	2,003.1	2,220.6	2,492.2	2,812.2	3,180.6
자본조정	29.8	36.0	58.2	58.2	58.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,122.8	2,941.4	3,235.7	3,555.7	3,924.1
투하자본	1,484.4	1,792.6	2,233.0	2,631.0	2,915.2
순차입금	(957.0)	(1,424.1)	(1,525.0)	(1,478.5)	(1,595.4)
ROA	8.5	9.0	9.3	9.5	10.0
ROE	18.3	17.4	15.8	15.1	15.2
ROIC	24.6	24.9	22.0	20.2	19.5

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,982.6	6,129.5	6,575.2	7,148.9	7,740.6
증가율 (Y-Y,%)	6.7	2.5	7.3	8.7	8.3
영업이익	512.9	551.8	593.8	663.7	729.0
증가율 (Y-Y,%)	10.5	7.6	7.6	11.8	9.8
EBITDA	616.8	685.7	722.8	711.1	781.1
영업외손익	(27.4)	41.4	60.0	25.4	38.4
순이자수익	4.6	17.9	18.3	18.1	18.2
외화관련손익	0.0	0.0	3.0	1.4	3.8
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	485.5	593.2	653.8	689.1	767.4
당기순이익	364.9	439.2	487.0	509.9	567.9
지배기업당기순이익	364.5	437.9	485.3	508.2	566.0
증가율 (Y-Y,%)	9.8	20.3	10.9	4.7	11.4
NOPLAT	385.5	408.5	442.3	491.1	539.4
(+) Dep	103.9	133.9	129.0	47.4	52.2
(-) 운전자본투자	(195.5)	108.3	325.9	85.8	108.8
(-) Capex	30.6	44.4	124.8	297.0	159.2
OpFCF	654.3	389.7	120.6	155.8	323.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.0	7.2	5.5	6.1	8.1
영업이익증가율(3Yr)	16.0	12.7	8.6	9.0	9.7
EBITDA증가율(3Yr)	14.8	13.1	8.8	4.9	4.4
순이익증가율(3Yr)	15.8	18.3	13.6	11.8	8.9
영업이익률(%)	8.6	9.0	9.0	9.3	9.4
EBITDA마진(%)	10.3	11.2	11.0	9.9	10.1
순이익률(%)	6.1	7.2	7.4	7.1	7.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	715.4	418.2	261.3	422.9	460.6
당기순이익	364.9	439.2	487.0	509.9	567.9
자산상각비	103.9	133.9	129.0	47.4	52.2
운전자본증감	121.4	(205.9)	(349.7)	59.2	114.9
매출채권감소(증가)	(83.2)	(14.6)	155.5	(67.2)	(98.4)
재고자산감소(증가)	20.5	(15.2)	(52.1)	(14.3)	(8.6)
매입채무증가(감소)	(14.5)	(123.3)	(84.9)	23.2	26.8
투자현금	(13.3)	(530.2)	(666.1)	(356.2)	(224.1)
단기투자자산감소	(4.4)	(14.6)	(16.4)	(43.4)	(45.1)
장기투자증권감소	137.8	260.0	408.4	10.8	8.1
설비투자	(30.6)	(44.4)	(124.8)	(297.0)	(159.2)
유무형자산감소	(5.5)	(5.6)	(5.4)	(6.0)	(6.4)
재무현금	(140.8)	173.5	(518.7)	(237.1)	(246.8)
차입금증가	(27.3)	(220.9)	(305.3)	(48.9)	(49.2)
자본증가	(132.5)	381.0	(358.5)	(188.2)	(197.6)
배당금지급	132.5	218.7	358.5	188.2	197.6
현금 증감	572.0	64.4	(917.0)	(170.3)	(10.3)
충현금흐름(Gross CF)	718.3	724.3	723.8	363.7	345.7
(-) 운전자본증가(감소)	(195.5)	108.3	325.9	85.8	108.8
(-) 설비투자	30.6	44.4	124.8	297.0	159.2
(+) 자산매각	(5.5)	(5.6)	(5.4)	(6.0)	(6.4)
Free Cash Flow	826.4	(11.8)	(292.0)	66.7	236.5
(-) 기타투자	(137.8)	(260.0)	(408.4)	(10.8)	(8.1)
잉여현금	964.2	248.2	116.4	77.6	244.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	4,180	4,520	5,009	5,245	5,842
BPS	23,526	29,726	32,816	36,157	39,994
DPS	1,672	1,850	2,000	2,100	2,210
Multiples(x,%)					
PER	n/a	13.6	13.7	13.1	11.8
PBR	n/a	2.1	2.1	1.9	1.7
EV/ EBITDA	n/a	6.6	7.1	7.3	6.5
배당수익률	0.0	3.0	2.9	3.1	3.2
PCR	n/a	8.2	9.2	18.3	19.3
PSR	n/a	1.0	1.0	0.9	0.9
재무건전성 (%)					
부채비율	112.2	79.7	61.4	55.3	49.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	185.5	213.1	232.9	227.6	233.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
자산구조					
투하자본(%)	47.7	42.6	52.0	57.4	59.2
현금+투자자산(%)	52.3	57.4	48.0	42.6	40.8
자본구조					
차입금(%)	25.3	20.8	14.4	12.2	10.2
자기자본(%)	74.7	79.2	85.6	87.8	89.8

GS건설

(006360)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	48,000	38,000	상향

Earnings

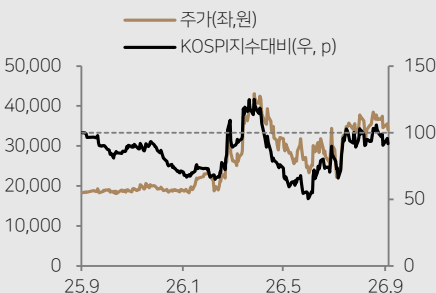
Stock Information

현재가 (9/30)	33,950원
예상 주가상승률	41.4%
시가총액	29,055억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	85,581천주
52주 최저가 / 최고가	18,110 - 43,100원
3개월 일평균거래대금	846억원
외국인 지분율	19.5%
주요주주지분율(%)	
허창수 (외 15인)	23.0
국민연금공단 (외 1인)	10.0
자사주 (외 1인)	0.8

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	18.0	18.7	9.0
PBR(배)	0.5	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	6.9	6.2	5.3
배당수익률(%)	2.5	1.5	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.6)	31.3	84.5	72.3
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(9.3)	1.8	(15.2)	10.1

Price Trend



DAOL 다올투자증권

데이터센터 물량 확보

Issue

데이터센터 매출 인식과 수주 본격화

Pitch

데이터센터 수주잔고의 매출이 2026년부터 본격화. 자이씨앤에이를 포함한 연결 기준 파이프라인이 27~29년 매출로 순차 인식, GS그룹 차원의 AI 인프라 투자로 추가 수주 임박

Rationale

- 네이버 데이터센터 2, 3차, LGU+ 파주1239가 2026년부터 공정에 진입. 데이터센터는 골조 완료 후 MEP 집중 투입으로 착공 2년차부터 매출이 본격화되는 특성상, 27~28년 실적 기여가 확대되는 구간.
- LG U+ 평촌 메가센터, NextIDC, 파주1239 등 동일 발주처로부터 연속 수주. 데이터센터는 무정전 운전을 전제로 하는 자산으로, 수행 이력이 곧 수주 경쟁력으로 작용.
- 2026년 6월 GS AI인프라 신설해 GS건설(시공), GS EPS, E&R(발전), GS칼텍스(냉각)를 결합. 전력과 냉각을 그룹 내에서 조달할 수 있는 구조로, 발주처가 요구하는 PUE 기준 대응에 유리.
- 동해 캠퍼스. GS그룹이 추진 중인 AI 데이터센터 캠퍼스가 구체화될 경우 수주 규모 확대 가능. 주택시황 개선에 더해 데이터센터가 매출 공백을 빠르게 메울 것으로 예상.
- Captive성 발주의 높은 신뢰도를 감안하여 적정주가 적용 EPS를 2028e로 변경하여 적정주가를 48,000원으로 상향하고 투자 의견 Buy 유지.

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,299	13,437	12,864	12,450	10,704	11,601	13,269
영업이익	555	(388)	286	438	462	592	694
EBITDA	769	(195)	495	675	672	795	903
지배주주순이익	339	(482)	246	94	155	321	410
순차입금	1,960	2,507	3,398	2,986	1,248	1,274	1,225
매출증가율	36.1	9.2	(4.3)	(3.2)	(14.0)	8.4	14.4
영업이익률	4.5	(2.9)	2.2	3.5	4.3	5.1	5.2
지배주주이익률	2.8	(3.6)	1.9	0.8	1.5	2.8	3.1
EPS증가율	(16.9)	적전	흑전	(61.9)	66.2	106.8	27.7
ROE	9.3	(9.2)	6.0	2.0	3.8	6.6	8.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

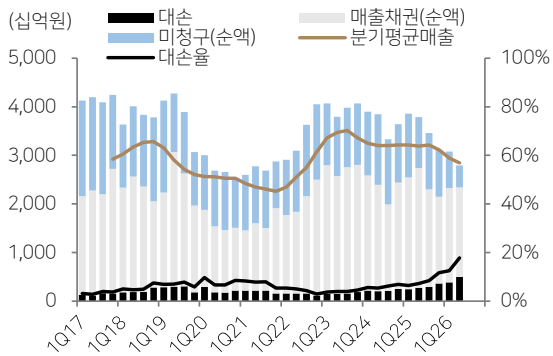
Fig. 132: GS건설 부문별 실적

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	4,655	3,230	4,453	6,869	2,603	5,224	4,087	4,087	19,207	16,000	16,800	17,640
인프라	113	302	164	13	60	132	404	404	592	1,000	1,050	1,103
건축·주택	3,897	2,542	3,967	5,367	2,397	4,731	2,436	2,436	15,774	12,000	12,600	13,230
플랜트	24	188	11	159	(8)	36	986	986	381	2,000	2,100	2,205
신사업	622	199	311	1,330	153	326	261	261	2,461	1,000	1,050	1,103
수주잔고	63,536	62,428	64,640	70,553	72,131	75,395	76,795	75,849	70,553	75,849	81,048	85,419
인프라	6,275	6,170	5,936	5,678	5,668	5,451	5,528	5,297	5,678	5,297	5,095	4,963
건축·주택	34,427	34,810	37,011	40,661	41,418	44,719	45,545	46,362	40,661	46,362	51,790	56,565
플랜트	4,740	4,351	4,037	3,894	3,638	3,308	3,963	4,551	3,894	4,551	5,027	5,378
신사업	18,094	17,098	17,658	20,320	21,407	21,918	21,784	19,742	20,320	19,742	19,341	18,818
매출액	3,063	3,196	3,208	2,983	2,401	2,779	2,688	2,837	12,450	10,704	11,601	13,269
인프라	346	311	381	424	326	397	327	332	1,461	1,382	1,252	1,234
건축·주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,537	1,610	1,731	7,787	6,299	7,172	8,455
플랜트	284	341	340	356	254	402	331	357	1,320	1,343	1,624	1,854
신사업	395	371	619	395	371	421	395	392	1,779	1,578	1,451	1,625
기타	30	25	24	25	28	24	25	26	103	103	102	102
매출이익	291	299	389	366	198	405	333	351	1,345	1,287	1,431	1,651
인프라	51	(22)	24	38	13	87	23	23	91	146	88	86
건축·주택	191	363	218	311	176	270	225	242	1,082	914	1,004	1,184
플랜트	7	4	31	52	(61)	(28)	23	25	94	(41)	114	130
신사업	37	(42)	118	(30)	68	82	59	59	82	268	218	244
기타	5	(3)	(2)	(0)	3	(5)	2	2	(1)	1	8	8
GPM(%)	9.5%	9.3%	12.1%	12.3%	8.3%	14.6%	12.4%	12.4%	10.8%	12.0%	12.3%	12.4%
인프라	14.8%	-7.2%	6.2%	9.0%	3.9%	22.0%	7.0%	7.0%	6.2%	10.6%	7.0%	7.0%
건축·주택	9.5%	16.9%	11.8%	17.4%	12.4%	17.6%	14.0%	14.0%	13.9%	14.5%	14.0%	14.0%
플랜트	2.4%	1.1%	9.2%	14.6%	-24.2%	-7.0%	7.0%	7.0%	7.1%	-3.1%	7.0%	7.0%
신사업	9.4%	-11.4%	19.0%	-7.7%	18.3%	19.4%	15.0%	15.0%	4.6%	16.9%	15.0%	15.0%
기타	15.3%	-13.4%	-7.2%	-1.9%	10.4%	-22.4%	7.5%	7.5%	-0.9%	1.4%	7.5%	7.5%
판매관리비	221	137	240	309	125	314	188	199	907	825	839	957
판매관리비율(%)	7.2%	4.3%	7.5%	10.4%	5.2%	11.3%	7.0%	7.0%	7.3%	7.7%	7.2%	7.2%
영업이익	70	162	148	57	73	91	144	153	438	462	592	694
OPM(%)	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	3.1%	3.3%	5.4%	5.4%	3.5%	4.3%	5.1%	5.2%
영업외손익	(28)	(278)	16	(1)	(10)	(44)	(42)	(36)	(290)	(133)	(132)	(107)
세전이익	43	(116)	165	56	64	47	102	116	147	329	460	587
당기순이익	14	(87)	122	45	11	14	75	86	93	186	338	432
NIM(%)	0.4%	-2.7%	3.8%	1.5%	0.4%	0.5%	2.8%	3.0%	0.8%	1.7%	2.9%	3.3%
지배주주순이익	28	(63)	90	38	0	3	72	81	94	155	321	410
NIM(지배주주, %)	0.9%	-2.0%	2.8%	1.3%	0.0%	0.1%	2.7%	2.9%	0.8%	1.5%	2.8%	3.1%

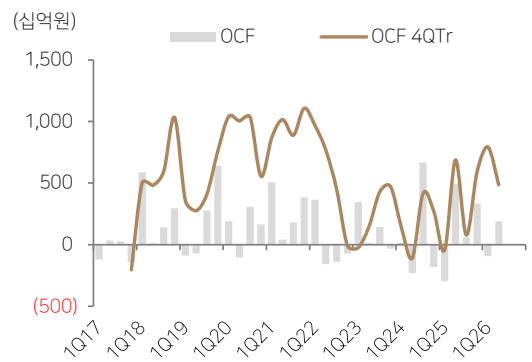
Source: 다올투자증권

Fig. 133: 매출채권



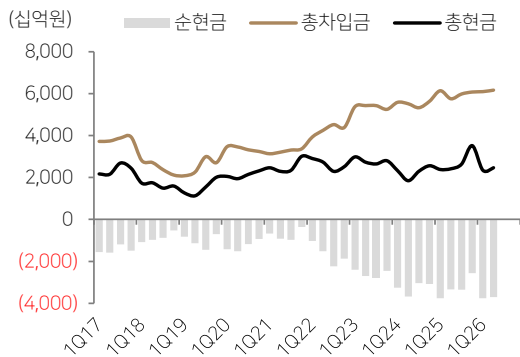
Source: 다올투자증권

Fig. 134: 영업현금흐름



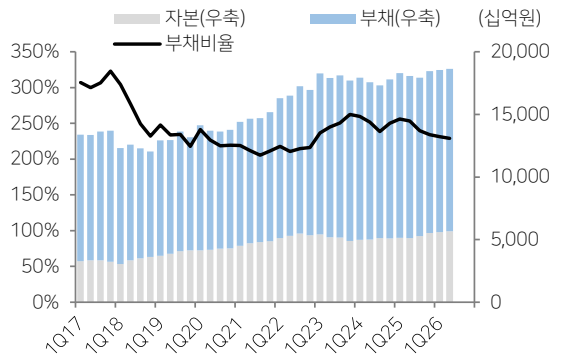
Source: 다올투자증권

Fig. 135: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 136: 부채비율



Source: 다올투자증권

GS건설 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,666.6	9,074.2	11,000.7	10,910.1	10,955.6
현금성자산	2,813.6	3,684.4	4,842.5	4,816.4	4,865.8
매출채권	2,840.5	2,664.5	3,200.0	3,137.5	3,130.2
재고자산	1,280.0	1,163.3	1,400.0	1,385.8	1,385.5
비유동자산	9,136.7	9,385.7	9,030.8	9,334.5	9,672.7
투자자산	5,433.9	6,568.9	6,084.9	6,331.9	6,589.0
유형자산	2,638.6	1,625.9	1,690.1	1,730.5	1,795.7
무형자산	1,064.3	1,190.8	1,255.8	1,272.1	1,287.9
자산총계	17,803.3	18,459.8	20,031.4	20,244.6	20,628.3
유동부채	9,031.9	7,832.1	10,398.4	10,307.2	10,296.4
매입채무	2,808.8	2,691.1	4,700.0	4,612.5	4,600.4
유동성이자부채	3,257.8	2,273.9	2,934.3	2,934.3	2,934.3
비유동부채	3,684.3	5,104.1	3,916.9	3,942.3	3,968.7
비유동이자부채	2,953.5	4,396.7	3,156.2	3,156.2	3,156.2
부채총계	12,716.2	12,936.3	14,315.3	14,249.5	14,265.1
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	924.0	922.8	923.0	923.0	923.0
이익잉여금	3,266.5	3,342.1	3,451.3	3,730.3	4,098.3
자본조정	(204.3)	100.2	163.1	163.1	163.1
자기주식	(36.4)	(36.4)	(36.4)	(36.4)	(36.4)
자본총계	5,087.1	5,523.6	5,716.2	5,995.1	6,363.1
투자자본	7,961.4	7,879.6	6,282.6	6,559.8	6,849.7
순차입금	3,397.8	2,986.3	1,248.0	1,274.0	1,224.6
ROA	1.5	0.5	1.0	1.7	2.1
ROE	6.0	2.0	3.8	6.6	8.0
ROIC	2.3	3.5	3.7	6.8	7.6

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,863.8	12,450.3	10,704.2	11,601.1	13,269.1
증가율 (Y-Y%)	(4.3)	(3.2)	(14.0)	8.4	14.4
영업이익	286.0	437.8	461.8	591.8	693.9
증가율 (Y-Y%)	흑전	53.1	5.5	28.1	17.3
EBITDA	494.7	675.1	671.6	794.8	902.8
영업외손익	155.5	(290.5)	(132.8)	(132.1)	(106.9)
순이자수익	(133.7)	(125.3)	(127.7)	(111.7)	(84.2)
외화관련손익	173.9	(109.3)	(2.0)	0.0	0.0
자본법손익	130.6	(44.2)	13.9	13.9	13.9
세전계속사업손익	441.5	147.3	329.1	459.6	587.1
당기순이익	263.9	93.4	185.9	338.3	432.1
지배기업당기순이익	245.6	93.5	155.4	321.4	410.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(64.6)	99.0	82.0	27.7
NOPLAT	170.9	277.6	260.9	435.5	510.7
(+) Dep	208.7	237.3	209.8	203.0	208.9
(-) 운전자본투자	210.0	(247.3)	(1,137.4)	26.6	6.9
(-) Capex	416.2	226.0	191.7	210.6	240.8
OpFCF	(246.6)	536.2	1,416.3	401.3	471.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.5	0.4	(7.3)	(3.4)	2.1
영업이익증가율(3Yr)	(23.8)	(7.6)	n/a	27.4	16.6
EBITDA증가율(3Yr)	(14.8)	(4.3)	n/a	17.1	10.2
순이익증가율(3Yr)	(14.9)	(40.4)	n/a	8.6	66.6
영업이익률(%)	2.2	3.5	4.3	5.1	5.2
EBITDA마진(%)	3.8	5.4	6.3	6.9	6.8
순이익률(%)	2.1	0.8	1.7	2.9	3.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	267.8	591.5	1,885.4	509.2	624.9
당기순이익	263.9	93.4	185.9	338.3	432.1
자산상각비	208.7	237.3	209.8	203.0	208.9
운전자본증감	(367.4)	(114.1)	1,238.1	(26.6)	(6.9)
매출채권감소(증가)	302.9	183.6	(530.2)	62.5	7.3
재고자산감소(증가)	188.8	169.4	(176.4)	14.2	0.3
매입채무증감(감소)	(92.8)	(339.1)	1,742.4	(87.5)	(12.1)
투자현금	(548.9)	(247.0)	(797.2)	(529.4)	(571.2)
단기투자자산감소	55.8	(57.7)	(183.3)	(36.6)	(38.1)
장기투자증권감소	59.8	(34.9)	(12.0)	(13.8)	(14.9)
설비투자	(416.2)	(226.0)	(191.7)	(210.6)	(240.8)
유무형자산감소	(61.5)	(60.2)	(48.8)	(49.1)	(49.1)
재무현금	76.6	573.7	(192.0)	(42.4)	(42.4)
차입금증가	(98.8)	(74.2)	(16.9)	0.0	0.0
자본증가	(32.4)	(41.9)	(42.4)	(42.4)	(42.4)
배당금지급	32.4	41.9	42.4	42.4	42.4
현금 증감	(161.9)	932.8	925.5	(62.6)	11.3
총현금흐름(Gross CF)	872.4	975.2	786.5	535.9	631.9
(-) 운전자본증가(감소)	210.0	(247.3)	(1,137.4)	26.6	6.9
(-) 설비투자	416.2	226.0	191.7	210.6	240.8
(+) 자산매각	(61.5)	(60.2)	(48.8)	(49.1)	(49.1)
Free Cash Flow	(43.9)	614.1	1,227.4	(20.2)	53.8
(-) 기타투자	(59.8)	34.9	12.0	13.8	14.9
잉여현금	16.0	579.3	1,215.4	(33.9)	38.9

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,869	1,093	1,816	3,755	4,796
BPS	39,142	42,090	43,346	46,415	50,531
DPS	300	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	6.0	18.0	18.7	9.0	7.1
PBR	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	9.9	6.9	6.2	5.3	4.6
배당수익률	1.7	2.5	1.5	1.5	1.5
PCR	1.7	1.7	3.7	5.4	4.6
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	250.0	234.2	250.4	237.7	224.2
Net debt/Equity	66.8	54.1	21.8	21.3	19.2
Net debt/EBITDA	686.9	442.3	185.8	160.3	135.7
유동비율	96.0	115.9	105.8	105.8	106.4
이자보상배율	2.1	3.5	3.6	5.3	8.2
이자비용/매출액	2.4	2.7	3.0	2.7	2.4
자산구조					
투자자본(%)	49.1	43.5	36.5	37.0	37.4
현금+투자자산(%)	50.9	56.5	63.5	63.0	62.6
자본구조					
차입금(%)	55.0	54.7	51.6	50.4	48.9
자기자본(%)	45.0	45.3	48.4	49.6	51.1

삼성물산

(064400)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	540,000		신규
Earnings			

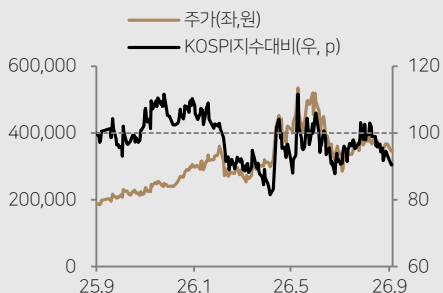
Stock Information

현재가 (9/30)	341,500원
예상 주가상승률	58.1%
시가총액	553,802억원
비중(KOSPI내)	0.98%
발행주식수	162,168천주
52주 최저가 / 최고가	184,600 - 535,000원
3개월 일평균거래대금	1,711억원
외국인 지분율	30.6%
주요주주지분율(%)	
이재용 (외 12인)	38.1
케이씨씨 (외 1인)	10.5
국민연금공단 (외 1인)	8.6

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	16.7	17.4	8.6
PBR(배)	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.1	10.4	8.2
배당수익률(%)	1.2	2.5	7.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.9)	31.6	85.0	42.6
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(9.7)	2.0	(14.7)	(19.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

본업, 주주환원 모두 양호

Issue

커버리지 개시

Pitch

데이터센터, 에너지 등 AI 인프라 수주가 본격화되는 가운데, 전 사업부 실적 개선과 관계사 배당금 증가에 따른 주주환원 확대가 동시에 진행. 본업 가치와 주주환원이 모두 개선되는 국면

Rationale

- 2020년 국내 최초 데이터센터 전담팀을 구성해 영업, 설계, 조달, 시공, 운영 일관화. 반도체 팹과 HPC센터에서 축적한 초고용량 전력, 공조 역량이 PUE 기준을 요구하는 데이터센터 입찰에서 활용. 정부 주도 투자로 삼성SDS의 투자 확대가 겹치며 수주 모멘텀 지속 전망
- 관계사 수주 연간 목표인 6.8조원을 이미 달성하며, 연 10조원 이상의 수주가 가능. 관계사 수주와 데이터센터 모두 매출 인식이 빨라 향후 실적 기여도가 확대되는 구간 진입.
- 건설 외에도 전 사업부 (상사, 패션, 바이오) 실적 개선 추세.
- 주주환원. 2026~2028년, 관계사 배당금 수입의 60~70% 수준 배당. 아직 확정 전이나, 삼성전자 특별배당 반영시 DPS 2026e 8,700원, 2027e 23,800원 가능.
- 동사 가치의 절대적 수준을 차지하고 있는 관계사 지분의 시장가치 변동으로 높은 변동성을 보이고 있으나, 이를 제외하면 본업과 주주 환원 모두 매우 양호한 상황. 적정주가 54만원 투자 의견 Buy 제시.

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	43,162	41,896	42,103	40,742	46,269	49,611	50,754
영업이익	2,529	2,870	2,983	3,293	3,710	4,225	4,517
EBITDA	3,156	3,691	3,916	4,351	4,932	5,640	6,101
지배주주순이익	2,044	2,218	2,230	2,439	3,193	6,438	4,654
순차입금	(291)	72	(448)	(1,443)	(4,477)	(9,538)	(10,282)
매출증가율	25.3	(2.9)	0.5	(3.2)	13.6	7.2	2.3
영업이익률	5.9	6.9	7.1	8.1	8.0	8.5	8.9
지배순이익률	4.7	5.3	5.3	6.0	6.9	13.0	9.2
EPS증가율	25.0	9.3	5.0	14.4	37.2	101.6	(27.7)
ROE	8.9	8.9	8.5	9.6	6.0	7.3	5.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

삼성물산은,

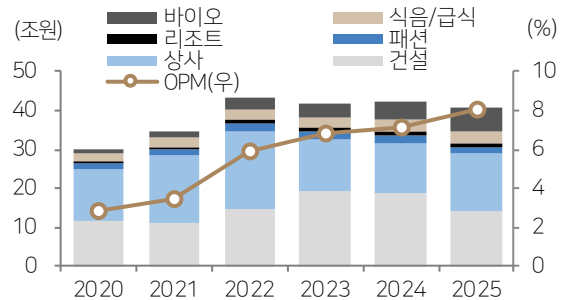
1938년 창업한 삼성상회가 모태이며, 1951년 삼성물산 주식회사로 개명하였다. 1975년에는 한국의 종합상사 1호로 지정되었다. 2015년 9월 1일 제일모직과 합병하며 통합법인이 출범하였다

동사는 건설, 상사, 패션, 리조트, 바이오 등 여러 사업을 영위 중이다. 2015년 조직개편으로 옛 제일모직의 건설부문을 옛 삼성물산 건설부문으로 이관하면서 리조트, 패션, 상사, 건설 4개 부문 체제로 재편되었으며, 현재는 급식/식자재유통, 바이오까지 사업 영역을 확장하였다.

최대주주는 이재용 씨 외 특수관계인이며, 삼성전자·삼성생명·삼성바이오로직스 등 그룹 주요 계열사 지분을 보유하고 있다.

Financials

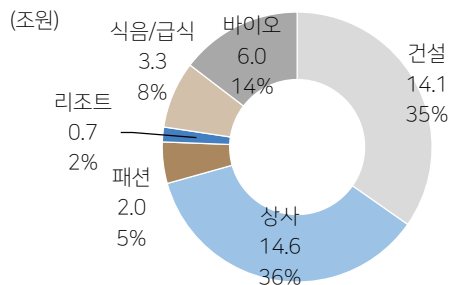
- 2023년 건설 부문 매출액 정점 이후 전사 매출액 성장 정체. 최근 하이테크(반도체) 공사 수주 확대에 따른 건설 부문 반등이 돋보이는 구간에 진입
- 2025년 기준 바이오 부문이 전체 영업이익에서 66.6%, 건설 부문이 16.3% 차지. 건설 원가율 개선에 따라 전사 영업이익 증가



Source: 삼성물산, 다올투자증권

사업부문 Breakdown

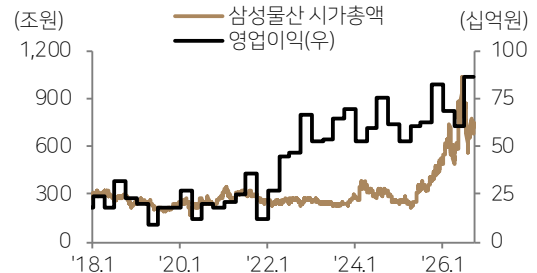
- 2025년 연간 기준 매출액은 40조 7,422억원
- 상사가 14조 6,361억원으로 전체 매출에서 36%, 건설이 14조 1,485억원으로 35%, 바이오가 5조 9,510억원으로 14%, 식음/급식이 3조 2,636억원으로 8%, 패션이 2조 196억원으로 5%, 리조트가 7,231억원으로 2% 차지



Source: 삼성물산, 다올투자증권

주가

- 2021년 지배구조 개편 기대감과 2024년 밸류업 정책 기반 주주환원 확대 기대감으로 주가 상승
- 2025년 삼성전자 주가 상승으로 삼성물산이 보유한 계열사 지분가치(NAV)가 부각되며, 삼성물산의 NAV 대비 주가 할인율 축소



Source: Quantiwise, 다올투자증권

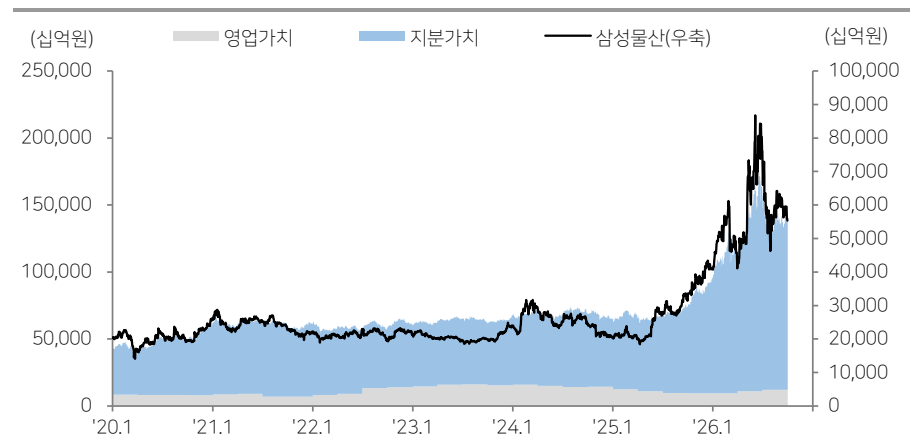
Fig. 137: 삼성물산 SOTP Valuation Table

(십억원, 배, 주)

구분					비고
영업가치		27e NOPLAT	배수	가치	
건설		651	8	5,204	
상사		305	6	1,829	
기타		277	6	1,663	
합계				8,696	a
지분가치	지분율	주식수	3개월평균주가	가치	
삼성전자	5.1%	298,818,100	262,783	78,524	
삼성생명	19.3%	38,688,000	308,828	11,948	
삼성바이오로직스	43.1%	19,932,350	1,461,022	29,122	
삼성에피스홀딩스	43.1%	10,714,354	373,800	4,005	
삼성SDS	17.1%	13,215,822	218,238	2,884	
삼성E&A	7.0%	13,668,989	47,023	643	
소계				127,126	
할인율				40%	
합계				76,276	b
기업가치				84,972	c=a+b
순차입금				(1,801)	d
주주가치				86,773	e=c-d
상장주식수(주)				162,167,581	f
적정주가(원)				540,000	g=e/f
현재주가(9/30)				341,500	
상승여력				58.1%	

Source: 다올투자증권

Fig. 138: 삼성물산 영업/지분가치 vs 시가총액



Source: Quantiwise, 다올투자증권

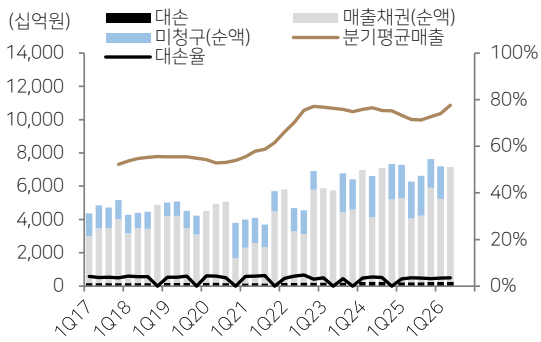
Fig. 139: 삼성물산 부문별 실적

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	3,416	1,389	7,405	7,392	5,000	5,448	6,776	6,776	19,602	24,000	17,415	18,286
건축	2,736	961	3,972	6,438	4,885	4,996	6,060	6,060	14,107	22,000	15,000	15,750
토목	13	61	17	5	5	38	29	29	96	100	105	110
플랜트	643	318	3,397	887	86	366	774	774	5,245	2,000	2,100	2,205
수주잔고	27,546	25,506	29,685	29,486	31,726	34,244	37,241	38,179	29,486	38,179	38,430	39,511
건축	14,916	12,863	14,716	17,495	20,416	23,813	27,253	29,002	17,495	29,002	30,898	32,723
토목	2,010	1,982	1,802	1,296	1,255	1,183	1,070	880	1,296	880	635	492
플랜트	10,489	10,520	13,039	10,554	9,902	9,248	9,005	8,256	10,554	8,256	6,646	5,825
매출액	9,737	10,022	10,151	10,832	10,466	11,995	11,807	12,001	40,742	46,269	49,611	50,754
건설	3,620	3,395	3,090	4,044	3,413	3,988	3,779	4,127	14,149	15,307	17,164	17,205
건축	2,729	2,329	2,059	2,880	2,245	2,631	2,619	2,998	9,997	10,493	13,104	13,925
토목	194	159	197	222	108	127	142	139	772	516	350	253
플랜트	697	907	834	942	1,060	1,230	1,017	991	3,380	4,298	3,710	3,027
상사	3,435	3,776	3,885	3,540	4,114	4,703	4,855	4,340	14,636	18,012	18,140	18,140
패션	504	510	445	560	573	593	489	616	2,020	2,272	2,340	2,410
리조트	108	224	205	186	105	206	195	176	723	682	646	612
식음/급식	771	828	866	799	824	886	906	836	3,264	3,452	3,610	3,776
바이오	1,298	1,290	1,660	1,703	1,436	1,619	1,584	1,905	5,951	6,544	7,711	8,610
매출이익	1,753	1,801	2,051	2,083	1,870	2,214	2,203	2,317	7,688	8,604	9,479	9,898
건설	388	366	369	453	399	459	438	475	1,576	1,770	1,983	1,987
상사	248	249	260	257	313	380	360	329	1,014	1,382	1,387	1,385
기타	1,117	1,186	1,422	1,373	1,158	1,375	1,406	1,513	5,098	5,451	6,110	6,526
GPM(%)	18.0%	18.0%	20.2%	19.2%	17.9%	18.5%	18.7%	19.3%	18.9%	18.6%	19.1%	19.5%
건설	10.7%	10.8%	11.9%	11.2%	11.7%	11.5%	11.6%	11.5%	11.1%	11.6%	11.6%	11.5%
상사	7.2%	6.6%	6.7%	7.3%	7.6%	8.1%	7.4%	7.6%	6.9%	7.7%	7.6%	7.6%
기타	41.7%	41.6%	44.8%	42.3%	39.4%	41.6%	44.3%	42.8%	42.6%	42.1%	42.7%	42.4%
판매관리비	1,029	1,049	1,057	1,260	1,149	1,182	1,266	1,296	4,395	4,893	5,255	5,381
판매관리비율(%)	10.6%	10.5%	10.4%	11.6%	11.0%	9.9%	10.7%	10.8%	10.8%	10.6%	10.6%	10.6%
영업이익	724	753	993	822	720	1,032	937	1,021	3,293	3,710	4,225	4,517
건설	159	118	111	148	111	202	189	206	536	708	858	766
상사	63	80	76	53	109	142	112	80	272	443	402	395
패션	34	33	12	45	38	54	24	50	124	166	171	167
리조트	(31)	9	20	20	(35)	0	31	19	18	15	27	18
식음/급식	19	45	53	35	14	48	53	32	152	146	168	170
바이오	480	468	722	521	483	586	529	633	2,191	2,230	2,599	3,001
OPM(%)	7.4%	7.5%	9.8%	7.6%	6.9%	8.6%	7.9%	8.5%	8.1%	8.0%	8.5%	8.9%
건설	4.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.3%	5.1%	5.0%	5.0%	3.8%	4.6%	5.0%	4.5%
상사	1.8%	2.1%	2.0%	1.5%	2.6%	3.0%	2.3%	1.9%	1.9%	2.5%	2.2%	2.2%
패션	6.7%	6.5%	2.7%	8.0%	6.6%	9.1%	4.9%	8.1%	6.1%	7.3%	7.3%	6.9%
리조트	-28.7%	4.0%	9.7%	10.7%	-33.2%	0.0%	15.9%	10.9%	2.5%	2.2%	4.1%	2.9%
식음/급식	2.5%	5.4%	6.1%	4.4%	1.7%	5.4%	5.8%	3.8%	4.7%	4.2%	4.7%	4.5%
바이오	37.0%	36.3%	43.5%	30.6%	33.6%	36.2%	33.4%	33.2%	36.8%	34.1%	33.7%	34.8%
영업외손익	479	0	212	276	625	46	166	1,576	968	2,413	6,729	3,793
세전이익	1,204	753	1,205	1,099	1,345	1,077	1,103	2,597	4,260	6,123	10,953	8,310
당기순이익	937	527	885	1,558	1,086	916	812	1,911	3,907	4,725	8,062	6,116
NIM(%)	9.6%	5.3%	8.7%	14.4%	10.4%	7.6%	6.9%	15.9%	9.6%	10.2%	16.2%	12.1%
지배주주순이익	733	353	566	787	844	595	522	1,231	2,439	3,193	6,438	4,654
NIM(지배주주, %)	7.5%	3.5%	5.6%	7.3%	8.1%	5.0%	4.4%	10.3%	6.0%	6.9%	13.0%	9.2%

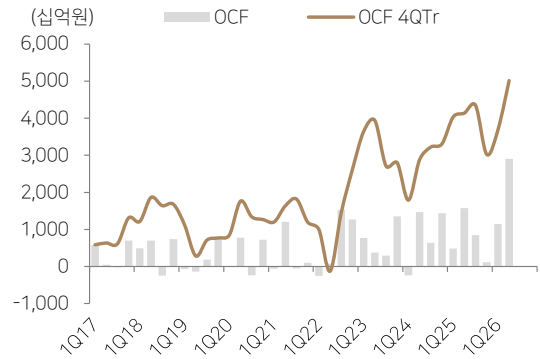
Source: 다올투자증권

Fig. 140: 매출채권



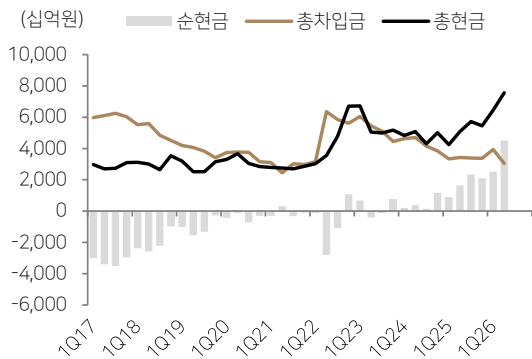
Source: 다올투자증권

Fig. 141: 영업현금흐름



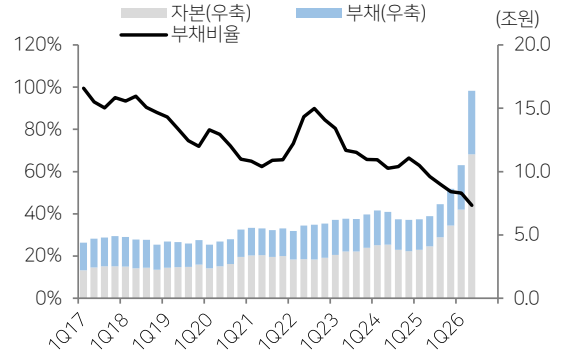
Source: 다올투자증권

Fig. 142: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 143: 부채비율



Source: 다올투자증권

삼성물산 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	20,181.0	21,356.4	25,015.0	29,957.4	30,678.5
현금성자산	5,141.2	5,563.6	8,491.0	13,552.7	14,296.1
매출채권	8,325.9	8,528.2	8,401.8	8,347.1	8,333.8
재고자산	5,125.9	5,642.1	6,400.0	6,326.9	6,318.4
비유동자산	41,809.5	65,176.3	141,885.1	143,690.7	145,381.1
투자자산	26,964.0	49,530.0	124,945.5	125,073.4	125,206.5
유형자산	8,649.9	9,673.9	10,954.7	12,453.9	13,832.6
무형자산	6,187.1	5,963.7	5,984.9	6,163.4	6,342.0
자산총계	61,990.4	86,532.7	166,900.1	173,648.2	176,059.6
유동부채	14,747.3	13,872.0	15,410.7	15,452.8	15,456.6
매입채무	6,820.6	6,656.1	7,300.0	7,257.7	7,250.7
유동성이자부채	2,442.1	2,034.1	2,482.3	2,482.3	2,482.3
비유동부채	9,984.6	15,163.8	34,057.3	34,057.3	34,057.3
비유동이자부채	2,251.3	2,086.3	1,532.0	1,532.0	1,532.0
부채총계	24,731.9	29,035.8	49,468.0	49,510.1	49,513.9
자본금	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
자본잉여금	10,695.5	10,651.2	10,651.2	10,651.2	10,651.2
이익잉여금	14,014.4	15,509.9	17,598.7	22,680.4	23,625.5
자본조정	6,340.3	23,732.3	80,038.4	80,038.4	80,038.4
자기주식	(1,292.7)	(646.4)	0.0	0.0	0.0
자본총계	37,258.5	57,496.9	117,432.1	124,138.1	126,545.8
투하자본	19,585.5	20,999.7	22,018.1	23,662.7	25,327.0
순차입금	(447.9)	(1,443.2)	(4,476.7)	(9,538.4)	(10,281.7)
ROA	4.3	5.3	3.7	4.7	3.5
ROE	8.5	9.6	6.0	7.3	5.4
ROIC	11.9	14.9	13.3	13.6	13.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	3,306.9	3,023.7	6,574.1	9,550.8	7,639.4
당기순이익	2,772.0	3,906.7	4,724.9	8,061.7	6,116.4
자산상각비	933.1	1,058.3	1,221.7	1,415.2	1,584.3
운전자본증감	(727.1)	(1,334.8)	775.8	161.4	26.0
매출채권감소(증가)	(966.0)	(127.0)	323.2	54.7	13.3
재고자산감소(증가)	(655.1)	(516.6)	(660.5)	73.1	8.5
매입채무증가(감소)	(313.3)	(4.0)	707.7	(42.3)	(6.9)
투자현금	(1,759.5)	(1,839.8)	(3,685.2)	(3,663.6)	(3,737.5)
단기투자자산감소	607.0	(389.0)	(1,086.7)	(242.8)	(262.8)
장기투자증권감소	(27.0)	(30.6)	(72.3)	(200.0)	(200.0)
설비투자	(1,628.1)	(1,736.4)	(1,763.4)	(2,914.4)	(2,963.1)
유무형자산감소	(121.6)	(57.6)	(157.4)	(178.5)	(178.5)
재무현금	(1,298.3)	(1,276.9)	(851.0)	(1,355.8)	(3,708.7)
차입금증가	(891.0)	(739.9)	(394.1)	0.0	0.0
자본증가	(419.5)	(425.5)	(458.3)	(1,355.8)	(3,708.7)
배당금지급	419.5	425.5	458.3	1,355.8	3,708.7
현금 증감	502.9	(164.2)	2,087.5	4,818.9	480.6
총현금흐름(Gross CF)	4,142.3	4,704.4	5,867.7	9,389.4	7,613.3
(-) 운전자본증가(감소)	592.5	1,220.3	(359.2)	(161.4)	(26.0)
(-) 설비투자	1,628.1	1,736.4	1,763.4	2,914.4	2,963.1
(+) 자산매각	(121.6)	(57.6)	(157.4)	(178.5)	(178.5)
Free Cash Flow	1,655.8	1,529.8	2,958.3	5,887.2	3,901.8
(-) 기타투자	27.0	30.6	72.3	200.0	200.0
잉여현금	1,628.8	1,499.2	2,886.1	5,687.2	3,701.8

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	42,103.2	40,742.2	46,269.0	49,611.0	50,753.8
증가율 (Y-Y,%)	0.5	(3.2)	13.6	7.2	2.3
영업이익	2,983.4	3,292.7	3,710.1	4,224.6	4,517.1
증가율 (Y-Y,%)	3.9	10.4	12.7	13.9	6.9
EBITDA	3,916.5	4,351.1	4,931.8	5,639.8	6,101.4
영업외손익	739.1	967.5	2,412.6	6,728.9	3,793.3
순이자수익	638.7	738.6	2,281.3	6,641.4	3,705.8
외화관련손익	110.8	(5.4)	111.2	0.0	0.0
지분법손익	56.4	78.1	105.9	87.5	87.5
세전계속사업손익	3,722.5	4,260.3	6,122.7	10,953.4	8,310.4
당기순이익	2,772.0	3,906.7	4,724.9	8,061.7	6,116.4
자배기업당기순이익	2,230.3	2,439.1	3,193.2	6,437.5	4,653.9
증가율 (Y-Y,%)	1.9	40.9	20.9	70.6	(24.1)
NOPLAT	2,221.6	3,019.5	2,863.1	3,109.3	3,324.6
(+) Dep	933.1	1,058.3	1,221.7	1,415.2	1,584.3
(-) 운전자본투자	592.5	1,220.3	(359.2)	(161.4)	(26.0)
(-) Capex	1,628.1	1,736.4	1,763.4	2,914.4	2,963.1
OpFCF	934.1	1,121.1	2,680.6	1,771.5	1,971.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.9	(1.9)	3.4	5.6	7.6
영업이익증가율(3Yr)	35.6	9.2	8.9	12.3	11.1
EBITDA증가율(3Yr)	31.6	11.3	10.1	12.9	11.9
순이익증가율(3Yr)	14.9	15.4	20.2	42.7	16.1
영업이익률(%)	7.1	8.1	8.0	8.5	8.9
EBITDA마진(%)	9.3	10.7	10.7	11.4	12.0
순이익률(%)	6.6	9.6	10.2	16.2	12.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	12,545	14,350	19,612	39,481	28,573
BPS	138,808	256,341	625,305	655,269	659,954
DPS	2,600	2,800	8,700	23,800	13,700
Multiples(x,%)					
PER	9.2	16.7	17.4	8.6	12.0
PBR	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	5.1	9.1	10.4	8.2	7.4
배당수익률	2.3	1.2	2.5	7.0	4.0
PCR	5.0	8.7	9.5	6.0	7.3
PSR	0.5	1.0	1.2	1.1	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	66.4	50.5	42.1	39.9	39.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	136.8	154.0	162.3	193.9	198.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	37.9	27.6	14.2	14.6	15.4
현금+투자자산(%)	62.1	72.4	85.8	85.4	84.6
자본구조					
차입금(%)	11.2	6.7	3.3	3.1	3.1
자기자본(%)	88.8	93.3	96.7	96.9	96.9

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주안사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

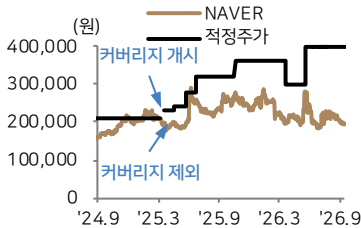
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

NAVER (035420)



일자	2025.04.09	2025.05.12	2025.06.18	2025.07.11	2025.11.06	2026.04.08
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	230,000원	240,000원	280,000원	320,000원	360,000원	300,000원

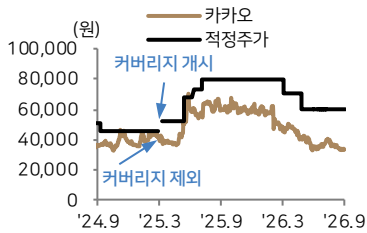
일자	2026.06.09
투자의견	BUY
적정주가	400,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.04.09	230,000	189,685	200,500	-17.5	-12.8
	2025.05.12	240,000	191,300	209,500	-20.2	-12.7
	2025.06.18	280,000	261,971	290,500	-6.4	3.7
	2025.07.11	320,000	240,045	278,500	-24.9	-12.9
	2025.11.06	360,000	242,882	287,000	-32.5	-20.2
	2026.04.08	300,000	216,173	280,500	-27.9	-6.5
	2026.06.09	400,000	210,388	257,000	-47.4	-35.7

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

카카오 (035720)



일자	2024.10.08	커버리지	커버리지	2025.04.09	2025.06.18	2025.07.11
투자의견	BUY	제외	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가	46,000원			52,000원	68,000원	73,000원
일자	2025.08.08	2026.04.08	2026.05.28	2026.08.24		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	80,000원	70,000원	60,000원	45,000원		

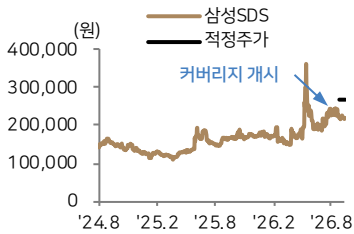
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.08	46,000	39,684	46,600	-13.7	1.3
2025.04.09	52,000	40,887	53,200	-21.3	2.3
2025.06.18	68,000	61,912	70,400	-8.9	3.5
2025.07.11	73,000	56,825	63,600	-22.1	-12.8
2025.08.08	80,000	58,861	67,700	-26.4	-15.3
2026.04.08	70,000	46,044	50,600	-34.2	-27.7
2026.05.28	60,000	37,459	42,700	-37.5	-28.8
2026.08.24	45,000	35,020	36,850	-22.1	-18.1

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성에스디에스 (018260)



일자	커버리지	2026.10.01
투자의견	개시	BUY
적정주가		270,000원
일자		
투자의견		
적정주가		

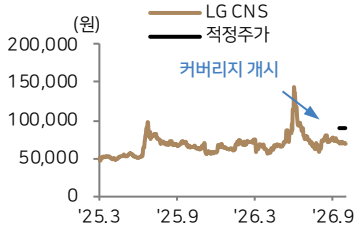
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2026.10.01	270,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

LG씨엔에스 (064400)



일자	커버리지	2026.10.01
투자의견	개시	BUY
적정주가		90,000원

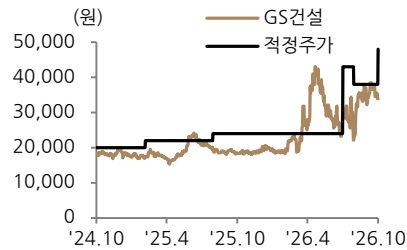
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2026.10.01	90,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

GS건설 (006360)



일자	2025.02.06	2025.07.31	2026.07.02	2026.07.30	2026.10.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	22,000원	24,000원	43,000원	38,000원	48,000원

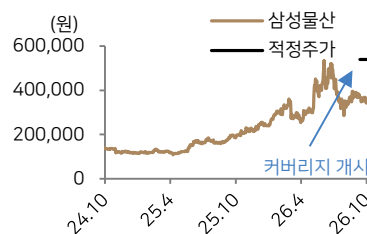
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.02.06	22,000	19,240원	24,150원	-12.6	9.8
2025.07.31	24,000	23,329원	43,100원	-2.8	79.6
2026.07.02	43,000	28,679원	34,400원	-33.3	-20.0
2026.07.30	38,000	34,218원	38,500원	-10.0	1.3

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성물산 (028260)



일자	커버리지	2026.10.01
투자의견	개시	BUY
적정주가		540,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2026.10.01	540,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가





Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무

김현

hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산

최광식

gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산

박영도

ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지

유지웅

jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오

이지수

jislee@daolfn.com

금융

김지원

jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장

고영민

ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기

박종현

alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저

김혜영

hyyy@daolfn.com

음식료 · 통신

이다연

dayeonlee@daolfn.com

철강 · 비철금속

이정우

jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트

임도영

dy.lim@daolfn.com

전기전자

김연미

ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략

조병현

bhcho@daolfn.com

계량분석

김경훈

aimhigh2027@daolfn.com

채권분석

허정인

jeongjin@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.07.02	박영도	건설 · 부동산 - CYCLE IS BACK
2026.07.03	박종현	화장품/의료기기 - K-뷰티의 확장
2026.07.09	김지원	금융 2H26 전망 - 보험/은행/증권(Overweight) - Seesaw Game
2026.07.13	이다연	음식료 - 같은 얼굴, 새로운 맛
2026.09.11	이다연	통신서비스 - The Next Horizon: SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석
2026.09.19	이지수	제약 · 바이오 - 다음 역은 New Target
2026.09.28	유지웅	자동차 - The Last Global Challenger

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.